



C. LARRAÍN & ASOCIADOS

CONSULTORA ECONOMICA Y FINANCIERA

*Supervisión Financiera:
Lecciones del Caso Inverlink(*)*

(*) Trabajo elaborado para Estudios Públicos. Primavera 2003.
CEP.



Supervisión Financiera: Lecciones del Caso Inverlink

Tabla de Contenidos

I. Introducción, Diagnóstico y Recomendaciones.....	1
II. El Marco Regulatorio Chileno.....	7
III. Los Hechos Estilizados.....	12
IV. El Problema y sus Causas.....	16
1) Daño a la Fe Pública.....	16
2) ¿Amenaza de Riesgo Sistémico?.....	18
3) Debilidades en la Infraestructura de	
4) Mercado.....	19
5) Debilidades en la Regulación.....	20
6) Debilidades en la Supervisión.....	24
Bibliografía.....	29

I. Introducción, Diagnóstico y Recomendaciones⁽¹⁾

A fines de enero de 2003 la opinión pública se enteró de que un alto accionista y ejecutivo del Grupo Inverlink estaba acusado de participar en una situación de sustracción de información privilegiada al Banco Central. Como se supo después, esa no era sino la punta del iceberg, ya que todo terminó en un escándalo de graves proporciones cuyas consecuencias hasta hoy no terminan, entre las que cabe destacar un daño a la fe pública, la casi segura pérdida de patrimonio fiscal, pérdidas para clientes e inversionistas que operaban con el grupo, el cierre de la corredora de bolsa y la intervención de la compañía de seguros del grupo y, en general, un daño al funcionamiento eficiente y competitivo del mercado.

Previo a que estallara el escándalo, el Grupo Inverlink aparecía ante el público como un conglomerado financiero (no bancario) de exitoso desempeño y una intensa actividad de adquisiciones de empresas del ámbito regulado y no regulado. Sin embargo, bajo la superficie se escondía otra realidad. Se ha sabido que la sustracción de información privilegiada venía ocurriendo bastante tiempo antes de aparecer a la luz pública, que existía una financiera informal operando al lado de la corredora, que habían algunos operadores de mesa de dinero empleados de algunas instituciones bancarias y entidades públicas supuestamente pagados por Inverlink. A pesar de existir una realidad donde se movían

¹ Para realizar este documento se entrevistó a las siguientes personas: Alejandro Alarcón, José Cox, Alejandro Ferreiro, Oscar Landerretche, Enrique Marshall, José Antonio Martínez, Heinz Rudolph, Hernán Somerville. Por otra parte, efectuaron comentarios a la versión preliminar del documento Guillermo Ramírez y Salvador Valdés. A todos ellos el autor expresa su reconocimiento, aunque asume toda la responsabilidad por los errores de este informe.

ingentes cantidades de recursos, esta situación se mantuvo escondida por largo tiempo, sin que aparentemente existieran o se dieran a conocer antecedentes que siquiera hicieran sospechar de la existencia de una trama de proporciones insospechadas.

Al respecto, surge la natural interrogante acerca de cómo una situación abiertamente irregular, que involucraba tantos recursos y personas no fue detectada antes por los encargados de los organismos de supervisión. Pero también aparecen otras preguntas: ¿ Hubo daño a la fe pública? ¿ Hubo una amenaza a la estabilidad sistémica? De ser así, ¿ Significa que una situación de inestabilidad en la actividad financiera no bancaria también tiene implícito el riesgo sistémico? ¿ Hay debilidades en la infraestructura del mercado que incrementan la fragilidad del sistema? ¿ Cuáles son los factores que explican lo ocurrido y cuál es el papel que juega la supervisión? ¿ Existen fallas en las técnicas de detección oportuna de problemas a cargo de los organismos de supervisión o más bien se trata de una situación de tal complejidad que se produce un hoyo negro que impide identificar los problemas con las técnicas naturales al alcance de los inspectores? Una vez efectuado el diagnóstico que permita dar respuestas a estas interrogantes, interesa establecer las principales recomendaciones que se derivan del estudio.

El objetivo de este documento es identificar el posible daño a la fe pública asociado al caso Inverlink, examinar las causas de lo ocurrido, con énfasis en el papel de detección oportuna de problemas que deben jugar los organismos de supervisión, la calidad de la regulación y la infraestructura de mercado en que se desenvuelve la actividad financiera, y establecer las recomendaciones necesarias para prevenir su aparición en el futuro⁽²⁾. En este sentido, el énfasis del documento es de tipo prudencial, y no tanto discutir el manejo ex post una vez que el escándalo ya había estallado. La razón de esto es doble. Por un lado, el autor tiene la convicción (que se pretende probar en el transcurso del trabajo) de que aunque el problema era de difícil detección, si se extraen las lecciones adecuadas y se implementan los ajustes correspondientes el problema se podría detectar en el futuro, sino desde un inicio, al menos en una etapa temprana que permita acotar el costo. Por otro lado, con independencia del buen o mal manejo posterior al estallido del escándalo, el daño a la fe pública y al mercado se hubiera producido de todos modos. Esto también será discutido en este estudio.

Respecto del diagnóstico, los principales resultados de este estudio son:

- Efectivamente, aunque acotado, se produjo un daño a la fe pública. Este daño fue evidente en el caso de los fondos mutuos, lo que dice relación básicamente con la sustracción de papeles a CORFO y el breve aunque dañino cuestionamiento de los endosos. Sin embargo, desde el punto de vista del autor este daño, paradójicamente actuó como una especie de “salvataje” (bailing out) que permitió concentrar la pérdida en CORFO (si ello es parcial o total está por verse dependiendo del resultado de los juicios en marcha). De no haber estado presente dicha sustracción a CORFO, probablemente el daño a la fe pública hubiera estado más repartido entre

² Esto no implica para nada desconocer la importancia de corregir los problemas de control interno de entidades públicas, tales como CORFO, cuya falla ocasionó un enorme daño. Sin embargo, el objetivo del paper es centrarse en temas de supervisión y regulación financiera.

los participantes del fondo mutuo de Inverlink, las instituciones acreedoras e inversionistas de la Corredora y la financiera informal. Asimismo, no se puede negar que la situación de las pequeñas corredoras no bancarias se ha visto afectada debido a la mayor desconfianza que existe en el público y en los proveedores de líneas de crédito otorgadas a ellas, dañando la competitividad del mercado. En efecto, el peso de las corredoras no bancarias bajó de 27,5% a 9,2%, desde noviembre/diciembre de 2002 a junio/julio 2003.

- En el caso de la Compañía de Seguros Le Mans, perteneciente al Grupo Inverlink, la pérdida que debió asumir la empresa por el no cumplimiento del pacto con la Corredora del Grupo significará, con alta probabilidad, que no sólo los acreedores de la empresa deberán asumir pérdidas, sino también los tenedores de pólizas. Aquí también se produce un daño a la imagen del mercado de seguros.
- Respecto del origen del problema, este radica en el comportamiento agresivo e inescrupuloso de un grupo financiero de crecimiento explosivo, para lo cual se ampara en una serie de elementos que le permiten operar con ventaja respecto del resto del sistema, tales como el uso de información privilegiada proveniente del Banco Central, la captación paralela de recursos en la financiera informal, prácticas de pactos sin autorización del cliente y de carácter múltiple (es decir, sobre un mismo activo subyacente se obtienen financiamientos múltiples), algunas personas en puestos claves de instituciones financieras u otras entidades. Esta es una constatación fundamental, que no debe ser obscurecida por el carácter fraudulento asociado al caso.
- Lo anterior no implica desconocer que el manejo de la crisis una vez que estalla el escándalo pudo acentuar o agravar la situación. Es más, la posible inestabilidad sistémica que se produce tiene su origen básico en que CORFO puso en duda la legalidad de los endosos de títulos de depósitos de dicha institución en el sistema financiero, junto con solicitar la incautación legal de los mismos. El cuestionamiento de la propiedad de los títulos significó que los tenedores de dichos instrumentos, entre los que se contaban corredoras no bancarias y fondos mutuos, debieron enfrentar el impacto del corte de líneas de financiamiento y la consecuente crisis de liquidez, las primeras, y un retiro masivo de recursos por parte del público, los segundos. De no haber estado en cuestión la legalidad de los endosos, el impacto de la sustracción de papeles CORFO habría sido mucho más limitado.
- Desde el punto de vista del quehacer de las autoridades, aunque desde la estricta lógica de CORFO lo natural fue defender su patrimonio, no se previeron las consecuencias sistémicas de tal curso de acción. En este sentido, se refleja una falta de prolijidad y de coordinación en el manejo de la situación por parte de las autoridades en general, al no prever que estaba en juego un interés superior que es la confianza y estabilidad del sistema financiero y del mercado de capitales³).

³ Como parte del problema debe señalarse el marco jurídico vigente, que permite a un juez incautar los documentos sin identificar previa y públicamente los documentos cuestionados. Aunque, esto no es eximente

Después de generado el daño, debe destacarse la rápida capacidad de reacción de las autoridades y privados, que permitió que los bancos y CORFO llegaran a un acuerdo extra judicial donde los primeros respaldaban a todo evento a los fondos mutuos, lo que permitió acotar el impacto negativo de la situación.

- Por ende, a partir de este caso no se pueden extraer implicancias de que la inestabilidad de un grupo financiero no bancario, per se, genera riesgo sistémico. Evidentemente, no es posible descartar que en el futuro un evento negativo que afecte a empresas de valores pudiera tener implicancias sistémicas, si el tamaño del grupo financiero concernido fuera mayor y especialmente si el grupo Inverlink hubiera tenido banco.
- Existía una serie de debilidades en el sistema de pagos que facilitaron lo sucedido con Inverlink, tales como el que la casi totalidad de los depósitos a plazo se transaban en el mercado mediante instrumentos físicos endosables y la falta de identificación verificable por entes independientes, para que la propiedad de los instrumentos comprados a través de un corredor que hace las veces de custodio quede registrada a nombre del propietario final del título y no del custodio.
- En el ámbito regulatorio, surgen también ciertas debilidades, que dicen relación con vacíos referidos a los criterios de entrada a la industria financiera. Específicamente, surge la necesidad de tener mayores facultades de rechazo a solicitudes de licencias bancarias en casos extremos. En el ámbito no bancario, es relevante tener una simetría entre los requerimientos de licencia y los de cambio de propiedad. Asimismo, la facultad para evaluar la solvencia consolidada de los accionistas también es relevante. Sin embargo, una facultad discrecional que se justifica en el ámbito bancario, derivada de los altos costos de salida, no tiene paralelo ni se justifica en el caso de entidades no bancarias. Menos todavía se justifica una discrecionalidad en el ámbito de las corredoras, cuando la facultad de acceso está radicada en las bolsas de valores. El argumento de la existencia de garantías públicas en rentas vitalicias y pensiones no nos parece sólido, toda vez que la probabilidad de recurrir a dicha garantía por una quiebra de la empresa es muy improbable, y posiblemente tiene mucho más que ver con factores exógenos a la firma ligados a políticas públicas, tales como la evolución de las pensiones mínimas o problemas de licuación de rentas vitalicias.
- También está presente un problema de facultades de intervención en el campo de seguros, que dificulta un accionar oportuno de la autoridad, lo que favoreció la situación del pacto no cumplido con la Corredora, y la consecuente pérdida de la Compañía de Seguros.
- Aunque el problema es lo suficientemente complejo para ser difícilmente detectado por los organismos de supervisión de acuerdo a los estándares tradicionalmente empleados por los supervisores, es necesario hacerse cargo de la debilidad en la

del mal manejo de la situación, si se pueden derivar propuestas de cambio legal que permitan normar los procedimientos a seguir por los jueces frente a este tipo de situaciones, dentro de plazos acotados.

capacidad de detección oportuna de problemas que presentan los enfoques tradicionales, y de la posibilidad de que en el futuro se puedan presentar casos similares. La tesis central es que en el caso Inverlink, se produce una situación de múltiples señales donde cada una por separado no parece lo suficientemente nítida para revelar un problema grave, pero cuando se arma el puzzle el supervisor se da cuenta del alcance del tema.

En el ámbito de las recomendaciones, aunque se trata de hacer todo lo posible por prevenir futuros casos Inverlink, es importante mantener un enfoque balanceado. Se trata de hacer el mejor esfuerzo para asegurar que las reglas ataquen la raíz de las causas de los problemas acaecidos sin sobreaccionar ni sobredimensionar las regulaciones y sin crear consecuencias negativas insospechadas. Al determinar las recomendaciones, es necesario considerar varios factores. ¿ Qué se busca alcanzar con la nueva regla? ¿ Es la regla efectiva para lograr el propósito o es meramente cosmética? ¿ Tiene sentido práctico? ¿ Sirve al objetivo para el cual fue diseñada? ¿ Los beneficios superan a los costos? ¿ Va la reglamentación demasiado lejos o es insuficiente?

Consecuentemente con los problemas identificados, las principales recomendaciones de este estudio son:

- Practicar las modificaciones regulatorias a fin de que todas las operaciones de alto valor del mercado de capitales se lleven a cabo a través de medios inmateriales y sólo las instituciones autorizadas puedan actuar como depositarios de títulos. Realizar cambios legales para que las instituciones de depósito de valores de la Ley 18.876 mantengan un registro desagregado de los mandantes que invierten a través de custodios.
- Respecto de los requerimientos de entrada, se debe contemplar la obligación de pedir informes a otros organismos supervisores, aunque sin diluir la responsabilidad por las autorizaciones en una especie de autorización colegiada. Además, en el caso bancario se debe dar más discrecionalidad para rechazar licencias en casos extremos. Al igual que en el caso bancario, en el ámbito no bancario se debe incorporar una evaluación consolidada de la solvencia patrimonial de los accionistas, y establecer simetría entre los requerimientos de licencia y los de cambio de propiedad. Además, se propone incorporar un concepto adicional actualmente usado en EEUU, que es el concepto de licencia provisoria, tanto para bancos como para compañías de seguros y AFP's.
- En el caso de los corredores de bolsa, se propone que la SVS haga uso de sus facultades actuales de requerir garantías diferenciadas en relación al volumen y naturaleza de las operaciones de los intermediarios, para enfrentar el riesgo de los pactos. Esta es una debilidad de tipo normativo y no legal.
- En el ámbito de seguros, surge la necesidad de facilitar el mecanismo de intervención de la SVS, frente a situaciones de mala administración (tipo

negligencias que pongan en peligro la estabilidad de la empresa) y o faltas graves o reiteradas (como por ejemplo, operar con partes relacionadas por encima de los límites permitidos). Siempre en lo regulatorio, es necesario modificar el límite de operaciones con partes relacionadas, incluyendo los pactos. Esto requiere un cambio legal.

- En cuanto a la supervisión de valores, es necesario fortalecer las prácticas de inspección con un énfasis basado en riesgos y menos de tipo formal orientado al cumplimiento normativo. Este enfoque orientado a riesgos⁽⁴⁾ permitiría detectar oportunamente los focos de problemas y priorizar la supervisión en entidades que presentan desempeños muy desalineados del mercado y/o donde se ha llegado a la conclusión de que existen sospechas fundadas de situaciones donde no existen los controles adecuados en materia de gestión de riesgos y/o donde se estima que los recursos de los inversionistas no están debidamente cubiertos. Además, se requiere que las inspecciones in situ tengan una frecuencia de una vez al año, al menos en las corredoras más grandes o activas. Este enfoque de riesgos, por ende, no es para nada contradictorio con la necesidad de utilizar técnicas tradicionales de auditoría contable y computacional para detectar problemas de fraude como el de Inverlink. Donde existan sospechas fundadas, las inspecciones deben fortalecer lo referido a circularizaciones (chequear consistencia entre lo informado en los libros y los antecedentes manejados por los clientes) y otras prácticas que permitan minimizar riesgos de actividades paralelas y/o fraude.
- Avanzar hacia un enfoque consolidado de control de riesgos de grupos financieros. En el caso no bancario, esto puede ser efectuado sin necesidad de grandes cambios regulatorios⁽⁵⁾. Básicamente se trata de adoptar una visión global, centrando la evaluación de riesgos donde está el centro de poder del grupo financiero, que no necesariamente coincide con las gerencias o directorios de cada una de las entidades fiscalizadas. También es relevante evaluar la fortaleza patrimonial del grupo. En la misma línea, la necesidad de establecer un protocolo de entendimiento para el intercambio de información entre supervisores, donde se establezca claramente el tipo de información a intercambiar en situaciones rutinarias y no rutinarias, es esencial para armar el puzzle supervisor. En general, estas cuestiones no requieren mayores cambios legales.
- En el ámbito bancario, es importante fortalecer los mecanismos de evaluación basados en el conocimiento del cliente, que permitan establecer la consistencia entre el giro formal de las entidades y la actividad específica que realizan en la práctica.

⁴ El enfoque orientado a riesgos no debe confundirse con análisis de cartera, sino más bien a los riesgos específicos de las entidades de valores.

⁵ En el caso de grupos bancarios, la tesis del autor es que se requieren cambios legales orientados a establecer una regulación de grupos financieros, junto con una flexibilización de los “cortafuegos” que impiden un mejor aprovechamiento de sinergias. Esto implica asumir la supervisión consolidada en el sentido que habitualmente se entiende a nivel internacional, que trasciende lo que el autor llama una visión consolidada de riesgos aplicable a lo no bancario. Para entender esto, invito al lector a imaginar qué hubiera pasado en caso de que en el caso Inverlink hubiera existido una entidad bancaria perteneciente al grupo. ¿Cabe alguna duda que el banco se habría visto contagiado por las operaciones del grupo?

II. El Marco Regulatorio Chileno

En el caso chileno, la supervisión del sector financiero y del mercado de capitales está organizada sobre bases especializadas. Esto significa que sobre las distintas tecnologías de intermediación existentes recaen distintos organismos de supervisión, cada uno de los cuales posee distinta función objetivo.

La Superintendencia de Bancos tiene como propósito básico prevenir situaciones de insolvencia bancaria y, en caso de que ello no sea posible, limitar el impacto sistémico asociado a la caída de un banco. La literatura financiera plantea que los bancos son las únicas entidades que tienen la particularidad de que como resultado de una situación de insolvencia, se podrían ver afectados otros bancos que estén sanos y, por esta vía, dañar a la economía como un todo. Ya sea que estos fenómenos se expliquen como una cuestión aleatoria asociada a eventos de pánico, o como resultado de los efectos del ciclo económico, la reacción del público será una corrida. Dado que los depósitos bancarios son exigibles a la par, y por la existencia de asimetrías de información y de una elevada opacidad informacional de los activos bancarios, el comportamiento racional de los depositantes es tratar de retirar sus fondos lo más rápido posible. Mientras mayor el tamaño de los bancos en problemas y/o más generalizado el impacto que pueda tener un shock adverso sobre la economía, mayor la probabilidad de que la corrida se extienda a otros bancos y termine afectando a la economía como un todo.

Para prevenir este tipo de situaciones, el énfasis del quehacer de la Superintendencia de Bancos está radicado en velar por la solvencia de las instituciones. Para ello, utiliza una

serie de medidas tales como requerimientos de adecuación de capital, restricciones al tipo de activos en que los bancos pueden invertir, requerimientos de entrada, etc. Se justifica que para el caso de los bancos los requerimientos de entrada puedan ser más elevados que en instituciones no bancarias, debido a los altos costos de salida. En forma complementaria, la Superintendencia de Bancos tiene una fuerte orientación de inspección a los riesgos, para lo cual realiza periódicamente exhaustivas visitas de inspección en terreno, destinadas a velar por la calidad de los activos, la confiabilidad y transparencia de la información, los límites con partes relacionadas, etc.

La particularidad de riesgo sistémico bancario, no significa negar que la insolvencia de un banco se pueda originar en sus vínculos de propiedad con otras entidades financieras no bancarias. Por el contrario, la supervisión consolidada parte justamente de la premisa de que existe un riesgo de contagio que amerita una supervisión y regulación global del grupo financiero como tal. La supervisión consolidada, por lo tanto, significa un enfoque comprehensivo de la supervisión que busca evaluar la solvencia de un grupo financiero por completo, tomando en cuenta todos los riesgos que pueden afectar a un banco, independientemente de si estos riesgos se llevan en los libros del banco o en los de entidades relacionadas⁽⁶⁾. Sin embargo, de nuevo esta situación no hace sino reafirmar la necesidad de que exista un banco para que exista riesgo sistémico.

Este enfoque de supervisión consolidada orientado a bancos no implica negar la posibilidad de que la visión consolidada se aplique a grupos financieros no bancarios. Sin embargo, en estos casos preferimos hablar de visión consolidada más que de supervisión consolidada, como una forma de destacar la diferencia de énfasis en cuánto a la carga regulatoria⁽⁷⁾.

La regulación de conglomerados financieros y supervisión consolidada no existe en Chile. Lamentablemente, la legislación vigente parte de una visión equivocada de que los únicos riesgos para el banco provienen de sus filiales, cuestión ampliamente refutada por la evidencia empírica, tal como lo demuestran los casos del BCCI y Barings, por mencionar algunos de los casos más destacados (ver Larraín, 1997).

El caso de la regulación del mercado de valores está a cargo de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). Históricamente esta regulación se introdujo para proteger a los inversionistas y la fe pública, pero eso juega también un importante papel de estimular la eficiencia de los mercados. Los estándares de divulgación y los requerimientos de registro

⁶ El principal riesgo en un grupo financiero se refiere al contagio. Este se refiere al riesgo de que las dificultades financieras que enfrentan los miembros no bancarios de un grupo pueden hacer peligrar la estabilidad de un banco del mismo grupo. Este peligro se acrecienta al máximo cuando el banco está expuesto a crédito a compañías relacionadas, cuya capacidad de repago está amenazada. Sin embargo, aun no habiendo exposición financiera, incluso las noticias sobre pérdidas en dichas compañías pueden debilitar la confianza de los depositantes del banco y someterlo a presión de liquidez. La pérdida de confianza, también puede desatarse por causas no financieras, tales como informes sobre el involucramiento del personal gerencial o técnico de una compañía no bancaria relacionada, en negocios ilegales o poco éticos...

⁷ De hecho, en el Comité de Basilea, sólo se exige la presencia de dos entidades financieras para aplicar supervisión consolidada, sin que necesariamente existan bancos involucrados. Es por ello, que dicha propuesta deja mayor flexibilidad a cada país en cuanto al alcance y contenidos de la supervisión consolidada.

aseguran que la información es divulgada a los mercados financieros. Esta información será reflejada en los precios de mercado y permitirá que los precios reflejen adecuadamente los valores. En otras palabras, estas regulaciones ayudan a mejorar la eficiencia informacional del mercado.

Las prohibiciones sobre la manipulación de información son también importantes para asegurar que los precios reflejen adecuadamente los valores subyacentes. Si la manipulación fuera frecuente, habría potencialmente una mala asignación de recursos. Quizás más importante, podría reducir la voluntad de los inversionistas de participar en los mercados y esto reduciría el volumen de recursos intermediados, elevando los costos medios y reduciendo la liquidez para los demás participantes.

Las reglas de oferta pública de acciones y compras hostiles para proteger a los accionistas minoritarios también pueden justificarse sobre bases de estimular la eficiencia. En la medida que están bien diseñadas, favorecen las tomas de control corporativo y ayudan a asegurar que los activos sean administrados por el equipo más capacitado para hacerlo. Estas regulaciones que protegen a los accionistas minoritarios aumentan su disposición a participar en los mercados de capitales. Si ellos corren un riesgo significativo de ser expropiados por los accionistas mayoritarios, simplemente retirarán sus fondos y la liquidez se verá afectada.

La regulación de valores ha puesto un énfasis muy limitado en el riesgo sistémico. Las empresas de valores no son objeto de una supervisión centrada en la solvencia que caracteriza a los bancos. En cambio, el énfasis radica en proteger las funciones que la empresa desempeña. Parte de la racionalidad para esta diferencia en el tratamiento regulatorio es el supuesto de que estas últimas son menos vulnerables a corridas y a los efectos de transmisión frente a shocks y, por lo tanto, son menos probablemente una fuente de riesgo sistémico. En la literatura financiera se identifican las siguientes cuatro diferencias estructurales básicas entre bancos y empresas de valores.

Primero, las empresas de valores separan los fondos de sus clientes de los fondos propios de la empresa. Entonces, las malas noticias acerca de los activos propietarios de la firma no necesitan causar preocupación acerca de los activos de los clientes. Así, si la empresa de valores quiebra, es relativamente fácil transferir los activos de la firma a otra empresa con mínima distorsión en los servicios al cliente. Segundo, las obligaciones de las empresas de valores no son obligaciones de depósitos pagaderos al primero que llega. En realidad, suelen estar a plazo y no son exigibles a la par. Esta estructura protege a las empresas de valores de corridas. Tercero, las empresas de valores generalmente mantienen activos líquidos, transables y valorizados diariamente en el mercado. Este balance relativamente transparente reduce la vulnerabilidad de las empresas de valores frente a los problemas de información asimétrica que se derivan de la opacidad de los activos bancarios. Además, frente a una crisis de confianza puede reducir con más facilidad el tamaño de sus activos, sin incurrir en grandes pérdidas. Cuarto, las empresas de valores no tienen acceso directo al sistema de pagos. Aunque estas empresas generan grandes pagos en su negocio de intermediación y/o por cuenta propia, descansan en los bancos comerciales para la compensación y liquidación de los pagos. Entonces, el colapso de una empresa de

valores sólo impactará el sistema de pagos en la medida que cause el colapso de un banco que compensó y liquidó los pagos por su cuenta.

Estos elementos tienen dos implicancias. La primera es que la vulnerabilidad frente a shocks de liquidez de estas empresas es menor que la de los bancos. Segundo, en el evento de que la insolvencia de una empresa de valores se materialice, es poco probable que se extienda al resto del sistema y se transforme per se en una fuente de riesgo sistémico.

Sin embargo, la experiencia reciente ha llevado a ciertos cuestionamientos a estos supuestos ⁽⁸⁾. Estos obedecerían a la creciente internacionalización de las empresas de valores, a la integración de las empresas de valores como parte de grupos bancarios, al creciente tamaño que han alcanzado estas empresas, y a su participación en mercados de derivados “over-the-counter”.

La regulación y supervisión de seguros está también a cargo de la SVS. En términos generales, los riesgos de un negocio de seguros pueden clasificarse en: i) Riesgos técnicos: es decir, el riesgo de primas insuficientes y el riesgo de desviación de siniestralidad, ambos asociados con las reservas técnicas; ii) Riesgos de inversión: es decir, varias clases de riesgos directa o indirectamente asociados con el manejo de activos del asegurador. iii) Riesgos no técnicos: son aquellos que cuesta clasificar dentro de alguna de las categorías anteriores.

A diferencia del caso de valores, en el negocio de seguros está involucrada una dimensión importante de protección de la solvencia, aunque sin el alcance sistémico que puede haber en el caso de bancos. En general, la solvencia de una compañía de seguros descansa al menos en tres pilares: i) Una evaluación prudente de las reservas técnicas; ii) La inversión de los recursos correspondientes a estas reservas técnicas de acuerdo con ciertas reglas; iii) La existencia de un adecuado margen de solvencia. En el caso chileno se exige contar con un patrimonio de riesgo, siendo este el monto mayor calculado en función de la aplicación de una combinación de tres indicadores, el sistema del margen de solvencia, un requerimiento de leverage y un nivel de patrimonio mínimo.

Un umbral de control representa un criterio que demanda la intervención del supervisor o la imposición de ciertas restricciones sobre el asegurador si su solvencia queda corta. El test de solvencia puede basarse en un enfoque estático, es decir, comparando los ratios del balance con el umbral requerido, o un enfoque dinámico, es decir, un test que considera los parámetros de riesgos sobre bases actuales y prospectivas (IAIS, 2000).

⁸ Algunos ejemplos de potencial inestabilidad sistémica causados por empresas de valores se señalan a continuación. Allen y Herring (2001) examinan el colapso del Drexel Burnham Lambert, un banco de inversiones en EEUU, el cual en 1989 cayó en una clásica crisis de liquidez que puede afectar a cualquier banco, pero sin acceso a la red de seguridad bancaria. Por su parte, un artículo del Comité de Basilea, aparecido en el BIS Quarterly Review (junio 2003) cita la experiencia Coreana en el mismo sentido.

Este marco regulatorio, que se aplica en forma separada a bancos, valores y seguros, tiene un bien ganado prestigio a nivel internacional. Sin embargo, a la luz de los problemas encontrados en el caso Inverlink surgen interrogantes que es necesario dilucidar, en relación con los vacíos o insuficiencias que pueda tener. Una primera interrogante central es que, si el origen del problema está en un grupo financiero agresivo y operando al filo de la regulación, hasta qué punto afecta la ausencia de una visión consolidada para abordar los riesgos. Una segunda interrogante es que, dado que la financiera informal estuvo largo tiempo operando sin ser detectada, sino es posible complementar las actuales técnicas de supervisión con otros elementos. También surge la interrogante respecto de los niveles de riesgo con que pueden estar operando las corredoras de bolsa, en particular los volúmenes asociados a operaciones por cuenta propia del tipo pactos, y si la regulación y supervisión es la adecuada. Esta interrogante no sólo es válida por el caso Inverlink, sino también por la situación que enfrentaron otras corredoras no bancarias con posterioridad a la crisis. En el ámbito de seguros, también es pertinente preguntarse si las herramientas para enfrentar la protección de la solvencia y enfrentar situaciones de emergencia de las entidades son adecuadas. Finalmente, surge la cuestión más general acerca de si se justifica la idea de que el riesgo sistémico está asociado únicamente a bancos.

Los temas anteriores serán tratados en las secciones siguientes de este trabajo. Antes, se efectuará un breve recuento de los hechos.

III. Los Hechos Estilizados⁹

A fines de enero de 2003 la opinión pública se enteró de que un alto accionista del Grupo Inverlink estaba acusado de participar en una situación de uso de información privilegiada al Banco Central. Como se supo después, esa no era sino la punta del iceberg, ya que todo terminó en un escándalo de graves proporciones cuyas consecuencias hasta hoy no terminan, entre las que cabe destacar la pérdida de patrimonio fiscal, pérdidas para inversionistas que operaban con el grupo, el cierre de la corredora de bolsa y la intervención de la compañía de seguros del grupo y, en general, un daño a la fe pública y al funcionamiento eficiente y competitivo del mercado.

Previo a que estallara el escándalo, el Grupo Inverlink aparecía ante el público como un conglomerado de exitoso desempeño, con la corredora de bolsa como puntal del grupo que mostraba un crecimiento exponencial y una excelente rentabilidad, y una intensa actividad de adquisiciones de empresas del ámbito regulado y no regulado, donde destacan una compañía de seguros de vida y una administradora de fondos de pensiones, entre otras empresas.

Sin embargo, bajo la superficie se escondía otra realidad. La investigación posterior difundida a través de los medios de prensa y del informe de la Cámara de Diputados ha permitido conocer mayores antecedentes acerca de lo sucedido. Aquí había un grupo financiero operando supuestas actividades ilegales con conexiones con operadores dirigidos

⁹ Esta sección está basada en el informe elaborado por la Cámara de Diputados sobre el caso Inverlink.

directamente desde la matriz. Respecto de dichas actividades, se ha sabido que el uso de información privilegiada venía ocurriendo hace bastante tiempo, que existía una financiera informal operando al lado de la corredora que ofreciendo atractivas tasas de interés captaba importantes cantidades de recursos y los canalizaba hacia las otras actividades del Grupo, que habían algunos operadores de mesa de dinero empleados de algunas instituciones bancarias y entidades públicas pagados por Inverlink. A pesar de existir una realidad donde se movían ingentes cantidades de recursos, la complejidad del problema hizo que esta situación se mantuviera escondida por largo tiempo, sin que aparentemente existieran o se dieran a conocer antecedentes que siquiera hicieran sospechar de la existencia de una trama de proporciones insospechadas.

Al nivel de los organismos supervisores del sistema financiero y del mercado de capitales, se barajaban algunos antecedentes complementarios, ninguno de los cuales por separado permitían formarse una idea clara de lo que realmente estaba ocurriendo. Las inspecciones efectuadas sobre la corredora de bolsa y la compañía de seguros por parte de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) nada detectaron. Empero, aunque pocos había algunos síntomas de lo que estaba ocurriendo.

En primer lugar, a fines de 1999 el Grupo pide una licencia bancaria, solicitud que es posteriormente retirada por los propios accionistas. No se conoce la versión oficial de lo sucedido, aunque según lo informado por el citado documento de la Cámara, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) habría solicitado a los accionistas retirar la solicitud de licencia, lo que habría sido aceptado por los accionistas fundadores. El Superintendente de la época informó que la SBIF tenía sospechas acerca de la probidad de algunos miembros del Grupo, debido a ciertas multas que se pasaron a un banco de la plaza a fines de los ochenta. En la práctica, la SBIF nada acreditó por escrito, ya que no tuvo que denegar la licencia.

En segundo lugar, a fines de 2001 se supo de una situación anómala cuando se dio cuenta de un hecho esencial ligado a una supuesta intención de oferta pública de acciones sobre una de las entidades del sistema bancario, que afectó notoriamente al alza el precio de las acciones de la entidad involucrada. Después se supo que el hecho esencial no era tal, y se produjo una investigación donde estuvo involucrado el mismo ejecutivo de Inverlink actualmente relacionado con el uso de información privilegiada, aunque al final nada se pudo probar.

En tercer lugar, cuando en julio del 2001 el Grupo Inverlink compra Le Mans Desarrollo Compañía de Seguros de Vida, al poco tiempo la empresa le efectúa un préstamo por US\$ 4 millones. Después de un tira y afloja con la SVS, este organismo obligó a la empresa a ajustar el patrimonio contable, dejándola levemente por encima del mínimo legal para operar. Esta es una situación completamente anómala, ya que significa usar los recursos de la compañía en beneficio propio de los accionistas y en desmedro de la solvencia de la entidad regulada. Con posterioridad, la aseguradora se mantuvo permanentemente oscilando por encima y por debajo del patrimonio mínimo requerido, hasta que se produjo la pérdida definitiva del patrimonio, situación que llevó a la intervención en marzo de 2003.

En cuarto lugar, tanto la Corredora como el Grupo Inverlink, mostraron crecimientos muy elevados y sistemáticos por varios años, a pesar del escenario macroeconómico de bajo crecimiento y alto desempleo que se produce a partir de 1998. Este crecimiento, que no estuvo acompañado de un desempeño similar en otras entidades financieras de la plaza, es una potente señal de alerta que podría estar reflejando una incubación de riesgos futuros. La única manera de verificar esa situación, es efectuar un seguimiento más estrecho de los riesgos en que incurre el Grupo.

Una vez que el mercado supo de la investigación por uso de información del Banco Central que involucraba a un alto ejecutivo y accionista del Grupo, se produce una pérdida de confianza y un retiro de recursos de la corredora y otras empresas del Grupo, lo que termina ocasionando un fuerte problema de liquidez y amenazando la solvencia de algunas de sus empresas.

Esta situación genera fuertes presiones que conducen a la venta fraudulenta de títulos de depósitos bancarios de CORFO que pasan a poder de Inverlink, gracias a la complicidad de algunos funcionarios de la entidad estatal, que estuvieron dispuestos a facilitar los instrumentos señalados sin mayores garantías ni resguardos para el patrimonio de dicha institución estatal. Es importante señalar que, de acuerdo a los antecedentes conocidos públicamente, las operaciones de CORFO con Inverlink venían de bastante tiempo antes, sin que fueran oportunamente detectadas por la entidad pública. Se estima que la pérdida para CORFO bordea los US\$ 100 millones.

Conocido este hecho por las autoridades, plantean un cuestionamiento público a la validez de los endosos de los depósitos en poder de distintos agentes del sistema financiero y del mercado de capitales. Las autoridades de CORFO solicitan la incautación judicial de los mismos títulos. Esto generó una fuerte incertidumbre y desconfianza respecto de la legítima posesión de los papeles CORFO en poder de distintos tenedores, entre los que se encontraban corredoras bancarias y no bancarias. Más grave aun, el cuestionamiento de la práctica del endoso levantó dudas más globales respecto de otros instrumentos no necesariamente relacionados con CORFO, que podrían haber sido mal habidos por Inverlink¹⁰.

Como resultado de lo anterior, se generaron dos problemas gravísimos. Por un lado, hubo un fuerte retiro de recursos, ya que miles de partícipes cerraron o no renovaron sus contratos de inversión, por una suma que se calcula en US\$ 1.500 millones. Además, si repentinamente los tenedores de cuotas de fondos mutuos se encuentran con que US\$ 105 millones del total de su patrimonio están sometidos a una precautoria, no se podía descartar la posibilidad de que esto pudiera generar una corrida, incluso si se produce una fuga hacia otras formas de depósitos o, hacia otras monedas.

Cuando este problema estalló y el juez declaró la precautoria, se tuvo que conversar con gran celeridad entre el Gobierno y los bancos - que estaban detrás de los fondos

¹⁰ Los títulos incautados llevaron a la SVS a pedir la contabilización en una cuenta separada a los fondos mutuos, los cuales debieron contabilizar en cero dichos activos, afectando el valor de las cuotas de los partícipes.

mutuos -, conviniéndose en reemplazar el embargo por una carta de compromiso que permitía liberar estos depósitos, para que los tenedores de fondos mutuos pudieran tener todo su dinero, pero de manera que, a la vez, la CORFO tuviera una documentación que le permitiera eventualmente efectuar la recuperación si en el proceso judicial algunas instituciones fueran encontradas violando el principio de la buena fe y del correcto endoso. En la práctica, los bancos asumieron la responsabilidad por sus filiales en caso de que fuera necesario devolver los recursos a CORFO.

Por otro lado, de acuerdo a declaraciones del ex Superintendente de Valores y Seguros consignadas en el informe de la Cámara de Diputados, un 75% de los depósitos tomados por el funcionario de CORFO y entregados a Inverlink pasó por la Corredora CB. Entre los bancos se elevó la percepción de riesgo asociada a las corredoras no bancarias en general, y en particular, respecto de aquellas sospechosas de haber transado con Inverlink. Esto generó un brusco corte en las líneas de financiamiento de las corredoras, que frente a un problema de liquidez se vieron enfrentadas a liquidar masivamente papeles para responder a sus compromisos.

En la medida que las corredoras tuvieran que asumir grandes pérdidas en la liquidación de sus papeles para responder a sus compromisos y poder operar con sus clientes, no sólo se ponía en cuestión la solvencia de dichas instituciones, sino que los propios bancos enfrentaban el riesgo de asumir pérdidas importantes debido a su exposición en dichas empresas. La suma de ambos factores generaba un cuadro poco alentador y propicio para una situación de amenaza sistémica.

Aquí fue donde el Banco del Estado adquirió importantes volúmenes de títulos a varias corredoras, lo que ayudó a enfrentar la situación de fuerte iliquidez que enfrentaban.

La otra situación compleja se vivió con la Compañía de Seguros del Grupo Inverlink. En medio de la corrida sufrida por la Corredora de Inverlink, esta efectúa un pacto con la Compañía de Seguros. Esta operación consistió en la compra, por parte de la compañía, de instrumentos financieros con pacto de retroventa mediante un contrato con la Corredora, realizado el 17 de febrero de 2003, documentos que quedaron en poder de la Corredora.

El 26 de febrero, se tuvo conocimiento del incumplimiento del pacto por parte de la Corredora, esto es en el pago de US\$ 14 millones que vencían el 24 de febrero. Aquí el problema es que la Compañía de Seguros no solicitó los documentos en garantía ni pidió que se custodiaran en terceras entidades. Por ende, la Compañía de Seguros tuvo que asumir la pérdida.

En ese momento empezaron a correr varios plazos: dos días para informar esto como hecho relevante, seis días para presentar el plan de regularización, cuarenta días para que la Superintendencia de Valores y Seguros llame a junta de accionistas para aumento de capital y ochenta días para enterarlo. Ante el incumplimiento del requisito de presentar un plan de regularización, la SVS interviene la Compañía de Seguros el 7 de marzo de 2003.

IV. El Problema y sus Causas

Antes de extraer recomendaciones de ninguna especie, lo primero es entender el problema. De lo contrario, se corre el riesgo de sobre reaccionar o dar palos de ciego en materia de cambios legales.

1) Daño a la Fe Pública

Aquí la cuestión central es saber si hubo daño a la fe pública. Como se señaló, proteger la fe pública es el objetivo central que debe precaver la regulación de valores. En la medida en que el cumplimiento de estos objetivos no se cumple, o se ve amenazado, podríamos estar en presencia de fallas a la supervisión, en la regulación o ambas.

Es difícil determinar si hubo daño a la fe pública. Esto debido a que es complejo medir con una vara objetiva el problema. Sin embargo, es evidente que en el caso de los fondos mutuos hubo daño. Se estima que en los días críticos, miles de partícipes de fondos mutuos cerraron o no renovaron sus contratos de inversión, produciéndose una pérdida de participaciones en la industria de aproximadamente US\$ 1.500 millones.

Esta pérdida, empero, es principalmente atribuible a la sustracción de papeles CORFO y al manejo de las autoridades de ese organismo, que cuestionaron la propiedad de los instrumentos. Sin embargo, esto también denota una falta de prolijidad y de coordinación en el manejo de la situación por parte de las autoridades, que no previeron el

alcance sistémico de dicha situación, lo que posteriormente se revirtió. O sea, si los controles internos de CORFO hubieran funcionado bien y/o no hubiera habido el manejo que se hizo una vez conocida la sustracción, no hubiera habido el retiro de fondos mutuos que se observó en el mercado. Esta clarificación es importante, puesto que si bien hubo daño a los fondos mutuos, ello nada tiene que ver con problemas de regulación y/o supervisión financiera.

Un segundo ámbito donde pudo haber habido daño a la fe pública, corresponde a los clientes e inversionistas de la Corredora de Inverlink y/o de la financiera informal. En este caso, la información que se conoce en relación a incumplimientos, es que se vieron afectados la Municipalidad de Viña del Mar, la Municipalidad de Coronel, la Caja de Previsión de la Defensa Nacional, la Mutual del Ejército y Aviación, la empresa Connors y algunos particulares. En todo caso, los montos involucrados parecen ser menores en relación con el volumen de actividad que tenía la Corredora.

¿ Cómo pudo ser que tan pocos inversionistas se hallan visto afectados por el no pago? Tal como está consignado en el informe de la Cámara de Diputados, después de producida la corrida del mercado, Inverlink se ve en la necesidad de disponer de recursos frescos para: a) Hacer frente a los rescates de fondos mutuos; b) A los pagos de los vencimientos de la financiera informal; c) A los documentos previamente sustraídos a CORFO. Entonces, una vez vendidos los depósitos CORFO, utiliza parcilmente los mismos para que el fondo mutuo de Inverlink pague los rescates y desvía los dineros para pagar parte de los vencimientos de la financiera informal.

En la práctica, lo anterior significa que los recursos mal habidos a CORFO, parcialmente hicieron las veces de un "bailing out", que permitió reducir las pérdidas que enfrentaron los inversionistas. De este modo, fue el Fisco el que terminó pagando la mayor parte de la cuenta (provisoria o definitivamente, según lo determinen los tribunales), al igual como hubiera ocurrido con los depositantes de cualquier banco de la plaza⁽¹¹⁾. Esta es la razón central por la cual el daño se redujo al mínimo posible en lo referido a los clientes de Inverlink. Queda abierta la pregunta del impacto negativo que habría generado la misma situación, si los controles de CORFO hubieran funcionado. Es esperable que el daño habría sido mucho mayor.

Entonces, en relación con nuestra interrogante, es evidente que el problema generado por Inverlink produjo un daño a la fe pública. Sin embargo, como resultado del problema de CORFO, el daño se manifestó en los fondos mutuos. Si los controles de CORFO hubieran funcionado, al menos en la última etapa, o hubiera habido un manejo más prolijo del problema, la pérdida debiera haberse concentrado en los clientes de Inverlink, incluyendo el fondo mutuo, la financiera informal y la corredora. En este sentido, con independencia del buen o mal manejo por parte de CORFO, el daño a la fe pública se hubiera producido de todas formas, aunque sin las implicancias sistémicas que tuvo.

¹¹ Este planteamiento no implica en modo alguno que todos los recursos de CORFO fueron utilizados para estos propósitos.

Asimismo, también hubo un daño al funcionamiento del mercado bursátil. A noviembre/diciembre de 2002, el peso de las corredoras no bancarias en el volumen total de transacciones de la Bolsa de Comercio de Santiago llegaba a 27,5%. A junio/julio de 2003, la misma cifra caía a 9,2%. No es del todo claro si esto es un resultado de las mayores restricciones de financiamiento provenientes del sector bancario, sin el cual se limita fuertemente la posibilidad de funcionar de las corredoras⁽¹²⁾, y/o de una suerte de “flight to quality” por parte de los clientes. Empero, esta es una señal inequívoca del daño a la competitividad del mercado y a la posibilidad de que los agentes no bancarios puedan funcionar.

2) ¿Amenaza de Riesgo Sistémico?

En cuanto al problema de riesgo sistémico, la descripción de los hechos muestra que, al menos por unos días, efectivamente hubo una amenaza de riesgo sistémico. Sin embargo, este riesgo duró estrictamente mientras se mantuvo la incertidumbre referida a la titularidad de los papeles CORFO en poder de los fondos mutuos.

¿ De dónde provenía esta amenaza? A mi juicio, en la medida que US\$ 100 millones en activos pertenecientes a la industria financiera aparecían con una precautoria, estaba la posibilidad de que el público interpretara que el día de mañana esta restricción pudiera afectar a los activos bancarios y, por ende, atacar a los bancos. A ello se agrega que los fondos mutuos involucrados en el problema son filiales bancarias, esto significa que a ojos del público dichas entidades aparecen con el mismo nombre del banco, el logotipo, incluso compartiendo sucursales y personal con el banco. Entonces, con mayor razón estaba el riesgo de ataque contra los bancos⁽¹³⁾.

No es el objetivo de este trabajo discutir las distintas teorías que explican el riesgo sistémico. Empero, avala esta interpretación el enfoque que ve las crisis como eventos aleatorios, no relacionados con cambios en la economía real. En todo caso, para el enfoque que ve el problema como una reacción de pánico, la corrida se transforma en una profecía autocumplida (Diamond y Dybvig, 1983). Si cada uno cree que habrá pánico, es óptimo para cada individuo tratar de retirar sus fondos. Dado que cada banco tiene insuficientes activos líquidos para enfrentar sus compromisos, tendrá que liquidar algunos a pérdida. Considerando el hecho de que los depósitos tienen un carácter de que el primero que llega retira, los que retiren inicialmente recibirán más que los que lleguen al último. Lo mismo ocurrirá en caso de que un ciclo económico adverso sea leído por los depositantes como una amenaza para el banco, ya que deducirán que habrá una corrida (Allen y Gale, 1998).

¿ Significa esto que existe riesgo sistémico asociado a grupos financieros no bancarios? Me parece que, al menos en este caso, no existe evidencia que avale esta visión.

¹² En cualquier transacción de títulos accionarios entre dos inversionistas institucionales, que tengan como intermediarios a dos corredores de bolsa, estos últimos deberán proveer el financiamiento puente requerido por cada uno de sus mandantes, mediante la emisión de vales vista. Estos recursos son normalmente aportados por los bancos.

¹³ Algunos entrevistados han señalado que incluso por unos pocos días incluso algunos bancos pequeños se vieron complicados en cuanto a su liquidez.

Tal como ha quedado en claro a partir de la descripción de los hechos acaecidos, la amenaza de riesgo sistémico aparece explicada por la incertidumbre de la propiedad de los papeles CORFO, y no al problema de potencial insolvencia de Inverlink. Sabemos que el impacto negativo en la fe pública hubiera sido mayor en el caso de no darse el problema CORFO, pero ello no constituye evidencia de que hubiera habido riesgo sistémico.

Sin perjuicio de ello, queda planteada la interrogante acerca de las implicancias que pudo haber tenido el caso, si es que el tamaño del grupo Inverlink hubiera sido mayor. Así, nuestra conclusión se refiere exclusivamente al caso específico de Inverlink, sin pretender a partir de esto extraer una conclusión de carácter más general acerca del riesgo sistémico asociado a empresas de valores. Aunque nuestra visión conceptual del problema nos lleva a hacer la distinción respecto de los bancos, donde mantenemos que radica la mayor amenaza de riesgo sistémico, no podemos descartar el potencial sistémico negativo -- aunque más limitado -- que puede estar asociado a empresas de valores de mayor tamaño.

Donde nos parece que la balanza se inclina fuertemente a favor del riesgo sistémico, es en el caso de que Inverlink hubiera tenido banco.

3) **Debilidades en la Infraestructura de Mercado**

Una de las falencias que dejó al desnudo el problema de Inverlink, dice relación con la precariedad con que operaba el sistema de pagos y custodia de títulos. Según lo descrito en el citado documento de la Cámara, Inverlink diseñó un sistema que le permitía adquirir liquidez extraordinaria, que usaba en financiar negocios donde se podía aprovechar la información privilegiada obtenida del Banco Central.

El mecanismo utilizado eran los pactos múltiples. Tal como lo describe el informe señalado, con CORFO (y eventualmente con cualquier cliente de la financiera informal), era posible establecer un pacto. En virtud del mismo, Inverlink vende un papel para obtener liquidez, con compromiso de retrocompra. Si la contraparte involucrada en el pacto no exige como garantía el título, este queda en custodia en poder del mismo Inverlink. Esto permite volver a pactear el mismo documento más de una vez, obteniendo más liquidez con la garantía del mismo activo subyacente.

En el caso específico de CORFO, dicha institución tenía prohibición de operar con Inverlink. Por ello, la figura era que Inverlink tomaba un depósito en algún banco, el que endosaba a una corredora bancaria, el que a su vez lo endosaba a favor de CORFO quien compraba el papel, recursos que llegaban finalmente a Inverlink (la corredora bancaria ganaba únicamente por la intermediación).

Simultáneamente, el funcionario de CORFO entrega a Inverlink el depósito a plazo adquirido a cambio de la emisión por parte de alguna empresa del grupo Inverlink de un certificado de custodia. En CORFO, la operación se contabilizaba como un pacto con la corredora bancaria, para explicar por qué el documento no estaba.

Siguiendo con lo descrito en el informe de la Cámara, una vez que Inverlink recibe el original del certificado de depósito en custodia, procede a desprender los endosos tanto de Inverlink a favor de la corredora bancaria que lo compró como también el endoso que había hecho la corredora bancaria a favor de CORFO. Esto permite a Inverlink tomar el depósito y venderlo con pacto de retrocompra a otra institución financiera.

La descripción de la figura empleada por Inverlink deja al descubierto la precariedad del sistema de pagos. Al momento de suceder lo de Inverlink, casi la totalidad de los depósitos a plazo se transaban en el mercado mediante instrumentos físicos endosables. Este sistema de intermediación de títulos no está acorde con el nivel de desarrollo del mercado de capitales ni con las exigencias de control que requieren estas operaciones.

El procedimiento de endosos basado en las firmas da origen a los llamados “volantines”, que son instrumentos financieros a los que se les agrega una cola porque ya no caben las firmas en el papel mismo. Este sistema permite, por ejemplo, que alguien pueda tomar un papel que no le pertenece y con facilidad endosarlo a favor de un tercero. Asimismo, los instrumentos comprados por un custodio por cuenta de terceros, quedan registrados a nombre del custodio y no del propietario final del título. Por ende, los instrumentos que un agente financiero posea en virtud de un mandato de custodia pueden ser fácilmente pachteables sin autorización del cliente.

En definitiva, la infraestructura de operación del sistema de pagos privilegiaba en forma excesiva la fluidez y eficiencia del sistema por encima de la seguridad, con lo cual incrementaba su precariedad.

4) Debilidades en la Regulación

En este plano, se trata de discutir si las disposiciones legales vigentes, y el marco de facultades que dichas disposiciones otorgan a los reguladores, son las adecuadas para enfrentar futuros casos como el de Inverlink.

Varios son los temas que surgen en este ámbito. Discutiremos cada uno de ellos a continuación.

4.1 Requisitos de Entrada

Uno de los temas que han sido señalados con mayor recurrencia por las autoridades, es la falta de facultades que impidan regular el acceso a la industria financiera. Implícitamente, el supuesto es que si estas facultades hubieran estado disponibles, habría sido posible denegar el acceso a la industria financiera al Grupo Inverlink.

A nuestro juicio este es un punto altamente controversial. Bajo los enfoques modernos de organización industrial, los mercados contestables son la principal herramienta para garantizar un mercado competitivo. En el caso de los bancos, su

característica de riesgo sistémico implica la existencia de altos costos de salida; este efecto disruptivo, justifica que en esta industria la autoridad reguladora imponga costos de entrada más elevados que en el resto. En otras palabras, el paradigma de mercados cien por ciento contestables no se puede dar.

Sin embargo, en las otras industrias financieras, tal como fue discutido antes, el riesgo sistémico no está presente. Por ende, los costos de salida suelen ser mucho más bajos, con lo cual imponer costos de entrada muy elevados es altamente pernicioso. Los requerimientos de capital pueden servir como una barrera a la entrada que eleva los costos para los usuarios de servicios financieros y genera utilidades sobre-normales para grandes empresas. Similarmente, los test de integridad (fit and proper) pueden ser empleados para limitar la competencia más que para dar seguridades que todos los competidores son competentes para entregar los servicios ofrecidos.

En el caso de las corredoras de bolsa, este riesgo es mayor todavía, dado que la facultad de entrada está delegada a las propias bolsas de valores, de modo que sean ellas, en un ámbito de autorregulación, quienes autoricen su operación.

Aunque se reconoce que sólo en los bancos existe riesgo sistémico, las autoridades han argumentado que la existencia de garantías públicas, como en el caso de rentas vitalicias y AFP's es suficiente para justificar mayores exigencias a la entrada. Efectivamente, tanto en el caso de retiros programados como de rentas vitalicias existen garantías públicas que aseguran una pensión mínima. Sin embargo, la probabilidad de que sea necesario recurrir a dicha garantía tiene mucho más que ver con que los fondos acumulados por las personas durante su vida laboral sean insuficientes para alcanzar dicha pensión mínima⁽¹⁴⁾ que con posibles eventos de quiebra de alguna de las instituciones. De hecho, la pérdida patrimonial involucrada en el caso de una compañía de seguros tendría que ser de varias veces el capital para que los recursos disponibles no alcanzaran a cubrir la garantía mínima. A su vez, en el caso de las AFP's los fondos de los afiliados están separados de la administradora, con lo cual también es menos probable todavía que la pensión mínima se materialice por esta razón.

En este sentido, en entidades financieras no bancarias no parece ser la herramienta más eficaz para reducir la contingencia pública el exigir mayores requisitos de entrada.

Volviendo al caso Inverlink, con los antecedentes disponibles al momento en que se otorgaron las autorizaciones para ser corredora de bolsa y/o compañía de seguros, es muy difícil que existiera algún argumento para denegar el acceso a la industria a Inverlink. La única manera de haberlo hecho, era basándose en facultades discrecionales, que como hemos señalado, se justifican sólo en el caso de los bancos⁽¹⁵⁾. Cualquier otro sistema de

¹⁴ En el caso de rentas vitalicias, el riesgo tiene que ver con el hecho de que los pensionables efectúen algunas actividades para licuar la pensión y/o con el hecho de que el valor de la pensión mínima en algún momento supere el valor de la renta vitalicia establecida en UF. En ambos casos el riesgo se potencia básicamente en las personas que jubilan cerca del mínimo.

¹⁵ Tal como consta en el Informe de la Cámara, la solicitud de licencia bancaria de Inverlink no fue formalmente denegada. El Superintendente de Bancos de la época, reconoce que no existía ningún elemento

acceso a la industria, basado en criterios objetivos, no sería suficiente para evitar un nuevo Inverlink.

La pregunta que queda pendiente es, si en el futuro se da una sospecha de que los solicitantes no cumplen con los criterios de idoneidad, pero no existen antecedentes objetivos para fundarlo, qué se puede hacer. Una innovación que se puede incorporar en la legislación vigente, es el concepto de licencia provisional que existe en EEUU (conditional approval). Esta aprobación está asociada al cumplimiento de una serie de condiciones que la administración debe garantizar a lo largo de un determinado período de tiempo. En el caso de que existan desviaciones mayores respecto del plan aprobado o cambios en la composición del directorio, propiedad o gerencia general, esto puede dar origen al término de la licencia.

Asimismo, la respuesta tiene que ver con el rol ineludible que tiene que cumplir el supervisor una vez que el agente ya tiene la licencia, en cuanto a garantizar que cumpla con los procedimientos legales que correspondan. Aquí se podrá discutir si las facultades existentes son o no suficientes, cosa que en nuestra opinión no ocurre, como veremos más adelante. Sin embargo, el problema central es que la herramienta más eficaz para abordar el problema no pasa por la denegación ex ante, ya que ello acarrea más costos que beneficios.

Sin perjuicio de lo anterior, existe una clara debilidad en la regulación actual, en cuanto a que los requisitos de acceso para entidades financieras no bancarias, no son simétricos en cuanto a una nueva licencia versus un cambio de propiedad para una entidad que ya opera en el mercado. Esta es una insuficiencia clara que sí puede ser corregida mediante un cambio legal.

4.2 Corredoras de Bolsa

Varios son los riesgos que enfrentan los corredores de bolsa. Desde luego, dado que operan con endeudamiento, está siempre presente el riesgo de que el cliente se eche para atrás en relación con una orden de transacción. Sin embargo, el mayor riesgo es el de operar con posición propia. La Ley de Mercado de Valores reconoce esta situación, y exige un patrimonio mínimo superior, equivalente a UF 14.000, para los corredores que deseen operar por cuenta propia, en vez de los UF 6.000 exigidos para cualquier corredor.

Últimamente, los corredores (no exclusivamente) estaban muy activos en las operaciones con pactos. Mediante estos, se obtiene liquidez para financiar la compra de instrumentos de renta fija, donde había expectativas de bajas de tasas de interés y de ganancias de capital. El problema se presenta frente a una situación de iliquidez, donde es necesario efectuar ventas masivas de instrumentos para responder a los compromisos. Esto fue lo que ocurrió en el caso Inverlink, donde hubo un problema de liquidez que afectó fuertemente a las corredoras no bancarias, obligándolas a vender muchos títulos, con el riesgo de tener que asumir fuertes pérdidas por la caída en los precios de venta.

probatorio para denegar la licencia por razones de integridad. Por ende, se optó por pedir a Inverlink que retirara su solicitud de licencia, a lo cual el Grupo accedió.

El tema es que la Ley vigente de Mercado de Valores faculta a la SVS para establecer requisitos de garantías diferenciadas para enfrentar este riesgo. Sin embargo, al momento de ocurrir el caso Inverlink el tema no estaba normado. Por ende, aquí la debilidad más que legal es de tipo normativo.

4.3 Compañías de Seguros

En el caso de las compañías de seguros han quedado en evidencia debilidades claras en el ámbito de las facultades del supervisor. Específicamente, en el campo de las facultades de intervención. En términos generales, las facultades de intervención obedecen a dos razones, por déficit de capital e insuficiencia de inversiones que respalden a las reservas técnicas y por deficiente o fraudulenta administración. En ambos casos, lo crucial es intervenir a tiempo, de manera que se puedan tomar rápidas acciones correctivas antes que los problemas se agudicen.

Bajo la legislación vigente, los requerimientos y procedimientos exigidos por el marco legal vigente son muy rígidos, y únicamente orientados al problema del déficit de capital. Así, la intervención sólo se pudo materializar después de que los dueños de la Compañía de Seguros no presentara un plan de regularización, a pesar que los problemas y riesgos de fraude eran evidentes desde mucho antes. Esto explica la larga demora que tuvo la SVS en intervenir la Compañía de Seguros, lo que permitió que dicha compañía tuviera que asumir una fuerte pérdida asociada al no cumplimiento de un pacto, a raíz de una conducta indebida de sus administradores y propietarios.

Es claro que si la empresa hubiera estado intervenida, hubiera sido mucho más difícil hacer un pacto con la Corredora de Inverlink que estaba en evidentes problemas, ni menos aun que se anulara un depósito bancario a favor de la Compañía de Seguros por parte de la Corredora⁽¹⁶⁾.

El otro problema dice relación con la normativa referida a los pactos. El más evidente dice relación con los límites para operar con partes relacionadas. En la legislación actual, existen límites para las compañías de seguros, pero estos no alcanzaban a los pactos. En este caso, la operación no se computa dentro del límite. Es claro que, al igual que en el caso de los bancos, el límite para operar con partes relacionadas debe abarcar cualquier tipo de operación, y existir multas drásticas por su no cumplimiento⁽¹⁷⁾.

El otro problema de los pactos es que, en la regulación vigente no existe ningún tipo de límite. Se estima que las compañías usarán estos mecanismos de manera marginal respecto de sus inversiones, como una forma de optimizar la administración de sus

¹⁶ En el hecho reservado consta en las cartolas de la compañía de seguros que en algún momento estuvieron depositados los dineros del pacto en su cuenta de un banco de la plaza.

¹⁷ En el caso de los bancos, las faltas graves o reiteradas, así como el no cumplimiento de un límite con partes relacionadas, puede ser interpretado, bajo ciertas circunstancias como gatillador de una intervención.

excedentes de caja. Las normas no se ponen en el caso de que una empresa decida efectuar un pacto por montos tan significativos como en el caso Inverlink.

Es evidente que en un contexto de mayores facultades, una empresa que como la Compañía de Seguros de Inverlink estuvo permanentemente manejándose al filo de la legalidad en materia de capital, y que desde el inicio empezó con problemas de operaciones con partes relacionadas, habrían habido razones para posibles intervenciones.

5) Debilidades en la Supervisión

En esta sección se discuten algunos temas referidos a la supervisión. En este caso, más que evaluar el marco legal y normativo y las facultades que se derivan del mismo, se trata de centrarse en la calidad de supervisión. El énfasis de la supervisión debe estar en su carácter preventivo, y apuntar a tomar medidas antes que los problemas se materialicen.

5.1 Supervisión de Valores

En el caso Inverlink, se observa que por varios años pudo operar una financiera informal, acoplada a la plataforma de la Corredora de Bolsa. Esta financiera fue uno de los mecanismos que permitió al Grupo levantar ingentes recursos para financiar su expansión hacia una serie de nuevas actividades, aprovechando las ventajas en materia de información privilegiada.

En este caso, surge la interrogante de cómo es posible que esta actividad no fuera detectada anteriormente. En el Informe de la Cámara de Diputados, se deja constancia que la Corredora fue auditada a fines de 2002, sin que se descubriera nada anormal. El argumento dado para ello es que como todo se hacía en paralelo, y la contabilidad de la Corredora cuadraba, entonces no había nada que encontrar.

En un contexto de normalidad este argumento se sostiene. Efectivamente, es probable que bajo una supervisión con parámetros normales no se detecte el tipo de problema que mostraba el caso Inverlink. Dicho sea de paso, las auditorías efectuadas por la SVS a las corredoras de bolsa suelen ser bastante escasas, y en algunos casos pueden pasar varios años sin que se efectúe una inspección en terreno. Aquí se detecta un primer problema de la supervisión, a saber, la falta de regularidad en las inspecciones. La única forma de detectar los problemas en forma oportuna, es mediante una inspección en terreno que tenga cierta regularidad mínima, que en el caso de las corredoras más activas puede ser una vez al año.

Adicionalmente, en un contexto donde existen sospechas fundadas acerca de las actividades de un determinado Grupo, el tipo de inspección debe hacerse en mayor profundidad. Esto puede requerir una elevada calificación de los inspectores, donde no está claro si ello se logra en el caso de la inspección a las corredoras. El sólo hecho de que nunca se hubiera detectado ninguna situación anormal es un síntoma de debilidad. El argumento de que la actividad ilegal era totalmente paralela e indetectable es discutible.

Si efectivamente se hiciera una inspección orientada a riesgos, se deberían privilegiar las inspecciones en aquellas actividades que se supone pueden ser más problemáticas. Este sería el caso de una corredora que obtiene resultados muy desalineados respecto del promedio, y que a su vez pertenece a un grupo financiero que mostraba diversos roces con la autoridad de seguros.

En este punto, es del caso explicitar que la visión tradicional de la SVS ha sido ejercer una supervisión más liviana. Supuestamente, esto proviene de que el objetivo de dicha Superintendencia es proteger la fe pública, lo que apunta a que los inversionistas puedan tomar decisiones informadas. Pensamos que este no es el tema central de la discusión. A nuestro juicio, compartimos esta función objetivo de la SVS.

La cuestión central, sin embargo, es si los enfoques tradicionales permiten proteger de manera efectiva la fe pública. El tema de fondo es, cómo garantizar que la información sobre la cual se basa la toma de decisiones es confiable. Aquí es donde surge la legítima interrogante acerca de si el enfoque tradicionalmente empleado por la SVS permite lograr este objetivo.

Nuestra apreciación es que no lo permite. Nótese, de paso, que aquí no estamos hablando del problema de la solvencia. El tema relevante sigue siendo la transparencia de la información. Pero para garantizar al público que la información es confiable, no basta con efectuar una inspección extra situ, o una inspección in situ puramente formal. Existe abundante evidencia que mediante el maquillaje contable es posible alterar los estados financieros.

Este es justamente el enfoque empleado en EEUU por la Securities and Exchange Commission (SEC), donde existe el mercado de capitales más avanzado del mundo. La SEC conduce anualmente 650 inspecciones in situ, sólo entre los corredores de bolsa. Esta inspección tiene dos pilares. El primero, dice relación con la revisión de la gestión de riesgos, donde el examen apunta a encontrar áreas de debilidad. Estos controles internos son particularmente relevantes en casos, como Inverlink, cuando las empresas están agresivamente persiguiendo maneras “innovadoras” de incrementar ingresos. Segundo, es una prioridad de la SEC prevenir una apropiación indebida de los activos de los clientes. De nuevo, los procedimientos y controles internos suelen ser la clave.

Este enfoque no implica para nada un nuevo intervencionismo ni nada que se le parezca. Básicamente, no es sino aplicar en forma consistente y clara la perspectiva de autorregulación. Bajo este enfoque, lo crucial es determinar si las propias empresas han implementado los sistemas y procedimientos adecuados para evaluar riesgos y proteger los intereses de sus clientes.

En el caso específico de la financiera informal, las circularizaciones permiten contrastar lo informado en la contabilidad de la Corredora con los saldos que manejan los clientes. Asimismo, detrás de los saldos informados al regulador, están los sistemas que los respaldan. En el trabajo de campo, se pueden revisar las bases de datos que detallan los saldos, y compararlo con lo informado al regulador. También existen pruebas de

procedimientos, donde se debe verificar que cada transacción esté debidamente registrada en la base de datos.

No estamos sugiriendo que en todas las inspecciones se deba efectuar una revisión en profundidad y con el alcance que se señala. Estamos diciendo que, basado en un enfoque orientado a riesgos, y una vez que se detectan sospechas fundadas, existen técnicas que permiten identificar situaciones como una financiera paralela.

5.2 Ausencia de una Visión Consolidada

Una clara debilidad del enfoque tradicional de supervisión existente en Chile, es que existen parcelas separadas donde cada supervisor se encarga de mirar su propia situación. Sin embargo, cuando estamos en presencia de grupos financieros, es fundamental tener algún ente integrador que evalúe los riesgos en forma global.

Como dijimos, este tema es una clara debilidad del caso chileno, para el caso específico de grupos bancarios. Nos parece del todo evidente, que si el Grupo Inverlink hubiera tenido banco, esta entidad se hubiera contagiado de todas formas por los problemas del Grupo, incluso si el banco por separado hubiera estado sano. Esta es la gran lección del caso Inverlink: la necesidad de tener supervisión consolidada de grupos bancarios.

Sin embargo, el Grupo Inverlink no tenía banco. ¿Qué ocurre en el caso de grupos financieros no bancarios? En este caso, pensamos que no se justifica una regulación de grupos financieros. Básicamente, aquí lo que se necesita es una visión consolidada. Esto, sin embargo, a diferencia de la legislación de grupos bancarios, no requiere mayores cambios legales, sino de las técnicas de supervisión.

Este enfoque apunta, en primer lugar, a intercambiar información entre reguladores. Para que esta situación sea efectiva se requieren dos condiciones. Primero, que exista un protocolo de entendimiento firmado por todos los reguladores involucrados, donde se establezcan claramente las responsabilidades en materia de intercambio de información. Aquí se debe especificar qué información se intercambia en situaciones rutinarias como no rutinarias. La segunda condición es que exista un regulador responsable de convocar al resto, y adoptar esta visión consolidada de los riesgos del grupo. Sin un responsable, esta tarea queda en tierra de nadie y es altamente probable que se diluya.

Un segundo componente fundamental de esta visión consolidada es evaluar la exposición intra-grupo. En este sentido, no basta evaluar los riesgos de cada entidad por separado, sino que también se requiere evaluar las interconexiones y riesgos cruzados entre los distintos componentes de un conglomerado.

Un tercer elemento es evaluar el respaldo patrimonial a nivel del conglomerado. Básicamente esto apunta a evitar que existan situaciones de doble apalancamiento a nivel del grupo financiero. Es perfectamente posible que las partes reguladas del grupo cumplan con sus requerimientos, pero que el grupo presente déficit como consecuencia de tener una matriz sobre-endeudada y/o empresas financieras no reguladas con déficit de capital.

Finalmente, es esencial determinar dónde se sitúa el centro de poder del conglomerado. Este centro de poder no necesariamente coincide con los directorios de las entidades, que pueden tener un rol más formal que efectivo. Esta visión se justifica, si se considera que el quehacer del grupo Inverlink está fuertemente determinado por las decisiones de sus accionistas controladores, los que incluso están dispuestos a pasar por encima de los directorios de sus propias empresas. Esto es precisamente lo que ocurrió respecto del pacto entre la corredora y la compañía de seguros, a pesar de que existía un acuerdo previo del directorio de la compañía de seguros que prohibía efectuar límites con partes relacionadas¹⁸).

De haber estado este enfoque en operación, hubiera permitido varias cosas. Uno, cuando se niega la licencia bancaria, haber puesto esta situación en conocimiento de las contrapartes supervisoras.

Segundo, haber efectuado el análisis de la exposición intra-grupo, y haber evaluado si esta sobrepasaba los límites adecuados.

Tercero, haber medido la fortaleza patrimonial del grupo en forma consolidada, y establecer los resguardos necesarios para proteger la parte regulada del grupo.

Cuarto, cuando se produce el problema haberse entendido directamente con los dueños controladores del grupo, donde se situaba efectivamente el centro de poder, y haber exigido las decisiones del caso, más que con los directorios de cada una de las empresas.

Lo más importante, es que una visión consolidada hubiera permitido armar el puzzle supervisor, y conformar el verdadero perfil de riesgos a nivel del grupo financiero, integrando los pedazos de información obtenidos separadamente. Así, el rechazo de la licencia bancaria, el problema de la falsa OPA, las faltas en relación con el manejo de la compañía de seguros, el crecimiento desmedido del Grupo, el déficit de capital y la fuerte exposición intragrupo, son antecedentes más que suficientes para un seguimiento más detallado de riesgos y tomar medidas oportunas de protección.

5.3 Falta de Conocimiento del Cliente por los Bancos

Como parte de la evaluación de riesgos que cualquier banco debe efectuar respecto de sus clientes, un componente fundamental es analizar la información asociada a la cuenta corriente. Este movimiento, es la esencia de lo que se conoce como “relationship loans” (relaciones de crédito), lo cual entrega información valiosísima que no necesariamente se desprende de los balances.

En el citado Informe de la Cámara de Diputados, en repetidas ocasiones se hace referencia al importante papel que desempeñó Inverlink Consultores, para canalizar los recursos provenientes de la financiera informal. En este sentido, en el contexto a partir del

¹⁸ Ver informe de la Cámara.

caso de la información sustraída al Banco Central, si se hubiera mirado el movimiento de la cuenta de esta empresa, y contrastado con el giro de la empresa (consultoría), ello debiera haber sido motivo de sospechas. En efecto, los volúmenes de recursos manejados por esta empresa no se compadecen con su giro. Si estas sospechas hubieran sido informadas al respectivo regulador, entonces hubiera habido mayor información para armar el puzzle.

Evidentemente, no se trata de pasar a llevar el secreto bancario. No es necesario entrar en detalles referidos al movimiento de la cuenta corriente. Basta constatar la incoherencia que se produce entre el giro de la empresa y sus movimientos, lo que sería una pieza más para armar el puzzle de la supervisión.

Bibliografía

Allen, F. y D. Gale (1998): "Optimal Financial Crises". *Journal of Finance* 53

Allen, F. y R. Herring (2001): "Banking Regulation versus Securities Market Regulation". Financial Institutions Center. Wharton School. University of Pennsylvania.

BIS Quarterly Review (2003): "International Banking and Financial Market Developments". June.

Cámara de Diputados (2003): "Informe sobre Actividades Financieras del Grupo Inverlink".

Diamond, D. y P. Dybvig (1983): "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity". *Journal of Political Economy* 91..

IAIS (2000): "On Solvency, Solvency Assessments and Actuarial Issues".

IOSCO (1999): "Securities Lending Transactions: Market Developments and Implications".

Larraín, C. (Editor) (1997): "Supervisión Consolidada de Conglomerados Financieros". Ministerio de Hacienda.

Santomero, A. Y D. Eckles (2000): "The Determinants of Success in the New Financial Services Environment: Now that Firms Can Do Everything, GAT Should They Do and Why Should Regulators Care?. The Wharton Financial Institutions Center. University of Pennsylvania.

U.S. Securities and Exchange Commission (2003): "The SEC Examination Perspective".

..... (1999): "Broker-Dealer Risk Management Practices".

..... (2003): "SEC Implementation of Sarbanes-Oxley: The New Corporate Governance".