



UNIVERSIDAD DE CHILE

FACULTAD DE DERECHO

DEPARTAMENTO DE DERECHO PÚBLICO

**REGULACIÓN ADMINISTRATIVA EN EL MERCADO DE VALORES: NORMAS,
AUTORREGULACIÓN RECONOCIDA POR LA LEY Y SU MANIFESTACIÓN EN
LAS OPERACIONES DE MANIPULACIÓN BURSÁTIL.**

Memoria para optar al grado de Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales

GONZALO FELIPE BARCELÓ LÓPEZ

PROFESOR GUÍA: VÍCTOR MANUEL AVILÉS HERNÁNDEZ

SANTIAGO DE CHILE

2017

DEDICATORIA

Dedico la presente memoria a mis padres, Vicky y Ramiro, por el inagotable, infinito e incondicional amor y cariño que siempre me han entregado; a mis hermanos, Monse y Nico, por ser mis compañeros de vida; a mis abuelos, Patricia, Chea y Osvaldo, por el sin fin de enseñanzas que me han entregado; a mis amigos, por ser la alegría que inunda e impulsa mis días; al Profesor Isensee, por su especial esmero y dedicación durante este largo camino; a mi querido *Wanderito*, por mostrarme que la vida es enormemente más hermosa cuando se vive con pasión.

ABSTRACT

El presente trabajo surge como resultado de un proyecto de tesis iniciado durante el curso de Taller de Memoria denominado “El Derecho Sancionatorio de las Superintendencias: Casos Prácticos de la SVS y SEC”, y busca realizar una revisión crítica del estado de la regulación administrativa del Mercado de Valores, tanto desde la perspectiva de la regulación proveniente de los órganos autorregulados como desde la regulación impartida a nivel legislativo y administrativo.

Sin intentar desdibujar los lineamientos del sistema económico actual, se sostiene que es necesario que la regulación del Mercado de Valores se efectúe de forma integrada, teniendo en consideración el interés público involucrado en las actuaciones realizadas por sus participantes. La situación anterior, se ejemplifica mediante el análisis de casos de ilícitos de manipulación bursátil, ocurridos en nuestro país durante los últimos años.

Se plantea que el problema de la regulación actual del Mercado de Valores atiende tanto a aspectos de fondo como de forma.

En relación al fondo, y desde una mirada más sociológica que jurídica, se señala que el problema atiende a que aún las normas del Mercado de Valores no son percibidas transversalmente en la sociedad como una vulneración al interés público, tal como sucede en otros ámbitos del derecho, como el Derecho Penal o la Libre Competencia.

En cuanto a la forma, se sostiene que la regulación y los enfoques de fiscalización aplicados actualmente en el Mercado de Valores, son incapaces de anticiparse a los ilícitos, dedicándose principalmente a reaccionar ante los acontecimientos.

Atendido lo anterior, se plantea la tesis de que, en buena medida, la solución a estas problemáticas, se encuentra en realizar modificaciones tanto a nivel teórico como práctico, a través de la implementación de ciertos conceptos como la “Autorregulación Regulada” y la “Supervisión Basada en Riesgos”.

Palabras Clave: Mercado de Valores – Superintendencia de Valores y Seguros – Supervisión Basada en Riesgos – Autorregulación Regulada – Manipulación Bursátil – Comisión para el Mercado Financiero – Administración – Potestad Sancionadora – Derecho Administrativo Sancionador.

TABLA DE CONTENIDOS

INTRODUCCIÓN.	1
CAPÍTULO I. FUNDAMENTOS DE LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES.	7
1.1. Generalidades.	7
1.2. Importancia del Mercado de Valores en la economía nacional.	9
1.3. El Orden Público Económico y su aplicación en el Mercado de Valores.	10
1.4. Principios del Mercado de Valores.	15
1.5. Principales agentes del Mercado de Valores.	18
1.5.1. Los emisores u oferentes de valores.	18
1.5.2. Los Intermediarios de valores.	19
1.5.3. Los inversionistas o demandantes de valores.	23
1.5.4. Las entidades de apoyo a la información.	27
1.5.5. Agentes reguladores y fiscalizadores.	31
1.6. La Administración y su rol en el Mercado de Valores.	35
CAPÍTULO II. LA SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS, ROL Y ATRIBUCIONES EN EL MERCADO DE VALORES.	38
2.1. La Superintendencia de Valores y Seguros.	38
2.2. El Rol de la Superintendencia de Valores y Seguros.	43
2.3. Atribuciones de la Superintendencia de Valores y Seguros	44
2.4. El Modelo de Supervisión Basada en Riesgos (SBR).	46
2.4.1. Generalidades respecto a la Supervisión Basada en Riesgos.	46
2.4.2. La Supervisión Basada en Riesgos y su estructura procedimental.	47
2.4.3. Principios de la Supervisión Basada en Riesgos.	50
2.4.4. Ventajas de la Supervisión Basada en Riesgos.	54
2.4.5. Desafíos y Dificultades de la implementación de la Supervisión	

Basada en Riesgos.	57
2.5. Potestades y Funciones de la Superintendencia de Valores y Seguros.	59
2.6. El Futuro de la Superintendencia de Valores y Seguros.	62
2.6.1. ¿Qué es la Comisión para el Mercado Financiero?	64
2.6.2. Objeto y Competencia de la Comisión para el Mercado Financiero.	66
2.6.3. Principales modificaciones que introduce la creación de la Comisión para el Mercado Financiero.	66
CAPÍTULO III. MARCO TEÓRICO DE LA POTESTAD SANCIONADORA DE LA SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS.	71
3.1. Generalidades.	71
3.2. Concepto de Potestad Sancionadora.	71
3.3. La autonomía de la Potestad Sancionadora: ¿Derecho Penal Administrativo o Derecho Administrativo Sancionador?	74
3.3.1. El Derecho Penal Administrativo.	75
3.3.2. El Derecho Administrativo Sancionador.	76
3.4. El problema de la constitucionalidad de la Potestad Sancionadora de la Administración del Estado.	79
3.5. Sanciones de carácter administrativo.	85
3.6. La relación existente entre sanciones de carácter penal y sanciones administrativas.	89
3.7. Principio de Non Bis in Ídem y la aplicación de sanciones penales y administrativas.	96
3.8. La reformulación del concepto de Estado de Derecho y la Potestad Sancionadora de la Administración del Estado.	103
CAPÍTULO IV. AUTORREGULACIÓN.	108
4.1. Introducción.	108

4.2. Concepto de Autorregulación.	111
4.3. Funciones de la Autorregulación en el Mercado de Valores.	113
4.4. Objetivos de la Autorregulación en el Mercado de Valores.	115
4.5. Ventajas y Desventajas de la Autorregulación en el Mercado de Valores.	119
4.5.1. Ventajas de la Autorregulación.	120
4.5.2. Desventajas de la Autorregulación.	125
4.6. La Autorregulación Regulada.	129

CAPÍTULO V. LA REGULACIÓN VIGENTE EN EL MERCADO DE VALORES CHILENO Y SU VÍNCULO CON LA AUTORREGULACIÓN REGULADA.

133

5.1. Introducción.	133
5.2. La Autorregulación Regulada y su aplicación en el Mercado de Valores.	134
5.3. La regulación vigente en el Mercado de Valores chileno y su consagración normativa.	137
5.3.1. Consagración normativa de la Potestad Regulatoria de la Superintendencia de Valores y Seguros.	137
5.3.2. Consagración normativa de la Autorregulación en el Mercado de Valores.	140
5.4. El castigo ante una infracción normativa en el Mercado de Valores.	143
5.4.1. Consagración normativa de la Potestad Sancionadora de la Superintendencia de Valores y Seguros.	143
5.4.2. Consagración normativa del castigo impuesto por los órganos autorreguladores.	145
5.5. Complementación de los órganos autorreguladores y administrativos, y su compatibilidad con el concepto de Autorregulación Regulada.	147
5.6. Las dificultades de la Autorregulación para enfrentar los Ilícitos del Mercado de Valores y la necesidad de consolidar el concepto de Autorregulación Regulada.	151
5.7. El futuro de la Autorregulación del Mercado de Valores en Chile a la luz de la Comisión para el Mercado Financiero.	152

CAPÍTULO VI. LA MANIPULACIÓN BURSÁTIL EN EL MERCADO DE VALORES CHILENO COMO EJEMPLO DE APLICACIÓN DEL SISTEMA MIXTO DE REGULACIÓN Y MATERIALIZACIÓN DE LA POTESTAD SANCIONADORA DE LA SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS.	155
6.1. Formación de Precios en el Mercado de Valores.	155
6.2. Concepto de Manipulación Bursátil.	157
6.3. Sujeto activo de la Manipulación Bursátil.	159
6.4. Condiciones de Mercado en las que se realiza la Manipulación Bursátil.	160
6.5. Conductas de realización de Manipulación Bursátil y su efecto en el Mercado.	163
6.6. Consagración Normativa de la Manipulación Bursátil.	166
6.6.1. Disposiciones de la Ley de Mercado de Valores que regulan la Manipulación Bursátil.	167
6.6.2. Regulación de la Manipulación Bursátil emanada de las Bolsas de Valores.	170
6.7. Dificultades del sistema regulatorio actual para enfrentar ilícitos de Manipulación Bursátil.	173
CAPÍTULO VII. CASOS EMBLEMÁTICOS DE MANIPULACIÓN BURSÁTIL EN EL MERCADO DE VALORES CHILENO: Manifestación de un sistema regulatorio deficiente.	176
7.1. Caso MBI Corredores de Bolsa S.A.	176
7.2. Caso Scotia Sud Americano Corredores de Bolsa S.A.	179
7.3. Caso Alfa Corredores de Bolsa S.A.	181
7.4. Caso Cascadas.	184
CONCLUSIONES.	191
BIBLIOGRAFÍA.	207

INTRODUCCIÓN.

La Gran Depresión de 1929 evidenció una serie de falencias del sistema económico vigente hasta ese momento. En respuesta a ello, una de las principales banderas de lucha de los arquitectos del New Deal fue lograr establecer una nueva estructura de regulación económica denominada "autorregulación del mercado", más acorde con el sistema de libre mercado impulsado en aquel entonces, y que rige hasta la actualidad.

Esta estructura de regulación mínima es la que se introduce también en los mercados de valores -incluido el chileno-, y su principal ventaja consistiría en que pone las decisiones de regulación en manos de quienes poseen el mayor conocimiento técnico en la materia, asegurando el cumplimiento de ciertos aspectos básicos para un adecuado funcionamiento del mercado, tales como: (i) Promover la protección a los inversionistas; (ii) Preservar la competencia; (iii) Garantizar un mercado con costos justos y razonables; y, (iv) Asegurar el debido proceso.

Ahora bien, lo dicho hasta aquí corresponde a lo que debería suceder con la implementación de una adecuada práctica autorregulatoria. Sin embargo, el mercado de valores es una materia sumamente compleja y dinámica, lo que genera que día a día surjan nuevos desafíos. Frente a esto, vemos que la tendencia en los distintos mercados internacionales por parte de los actores encargados de autorregular, ha sido mantener una postura reactiva frente a las problemáticas del mercado, siendo incapaces de preverlas y anteponerse a ellas. Producto de aquello, las grandes modificaciones en la normativa reguladora del mercado de valores a nivel mundial, se han generado como respuesta a grandes escándalos, y han ido modelando un sistema mixto en el que la regulación estatal adopta cada vez mayor relevancia como contrapeso a la actividad reguladora privada determinada esencialmente por las normas propias del mercado.

Respecto a esto último, nuestro país no ha quedado ajeno, y quizás la muestra más clara de aquello, es que las grandes reformas legislativas en la materia, esto es, Ley de OPA's (Ley N° 19.705), Ley Mercado de Capitales I (Ley N° 19.768), Ley Mercado de Capitales II (Ley N° 20.190), Ley Mercado de Capitales III (Ley N° 20.448) y Ley de Gobiernos Corporativos (Ley N° 20.382), han sido consecuencia de casos emblemáticos suscitados en el escenario económico nacional.

En gran medida, el motivo por el cual la autorregulación internacional y nacional –así como la regulación estatal- no han sido capaces de prever los problemas, sino que se han dedicado en su mayoría, a remediarlos una vez que estos ya se han manifestado, se debe a que *“la industria es lista, por lo que en cuanto se implementa algún tipo de regulación, inventa maneras de soslayarla. Por eso la regulación debe ser global y dinámica. El diablo está en los detalles”*¹. En buena parte, esto se posibilitaría debido a que, en palabras del mismo autor, existen *“regulaciones complejas y unas autoridades reguladoras ‘capturadas’ por aquellos a los que supuestamente hay que regular”*², características que precisamente corresponden a las principales críticas formuladas a los modelos de autorregulación, pero que tampoco han sido solucionadas desde la vereda de los órganos de la Administración encargados de regular y supervigilar el Mercado de Valores.

En este sentido, consideramos que resulta fundamental analizar la estructura regulatoria y el marco normativo que rige actualmente nuestro Mercado de Valores, comenzando por el control administrativo que realiza la Superintendencia de Valores y Seguros (**“SVS”**) en él, con especial enfoque en la **“Potestad Sancionadora”** que posee. Esto nos permitirá marcar las bases del sistema mixto de regulación que impera en la actualidad, para luego poder desembarcar de lleno en el estudio pormenorizado de los distintos aspectos que presenta el método de la autorregulación.

¹ Stiglitz, Joseph. *Caída libre: El Libre Mercado y el Hundimiento de la Economía Mundial*, 1ª ed. (Madrid, España: Taurus, 2010), p. 193.

² Stiglitz, *Caída libre*, p. 193.

Hecho esto, estaremos en condiciones de proceder a abordar un segundo tema, que dice relación con una materia que a nuestro juicio ha quedado marginada del análisis doctrinal, producto del enorme énfasis que se le ha dado al “uso de información privilegiada”. Estamos hablando de las “operaciones de manipulación y fijación de precios” en el mercado, cuestión que presenta una importancia incalculable en la mantención de un mercado transparente, competitivo y equilibrado, y que para efectos del presente trabajo llamaremos “**Manipulación Bursátil**”, englobando ambos tipos de operaciones en tal concepto.

El motivo por el cual nos interesa referirnos a este ilícito económico, corresponde a que consideramos que la noción de uso de información privilegiada no logra hacerse cargo del problema de la manipulación bursátil. Basta analizar la Ley N° 18.045 (“**Ley de Mercado de Valores**” o “**LMV**”) para notar que sólo un artículo hace referencia explícita a este ilícito, y de manera poco precisa. Los actores encargados de la autorregulación simplemente no se han pronunciado sobre este asunto, lo que ha repercutido en la generación de un mercado propicio para el desarrollo de estas operaciones. Consecuencia de ello, durante los últimos años el mercado nacional ha conocido casos emblemáticos respecto a este tema, y hoy por hoy, nos encontramos inmersos en el análisis del que constituye probablemente uno de los casos más relevantes en la materia, esto es, el denominado “Caso Cascadas”.

Por todo esto, consideramos de vital importancia para el Mercado de Valores hacer un pormenorizado análisis del estado actual de la regulación nacional y su eficacia, en especial en un tema poco tratado por la doctrina, como lo son las operaciones de manipulación bursátil.

El Mercado de Valores se ha convertido en un pilar esencial del desarrollo de las economías, y por lo mismo, la inestabilidad y desconfianza provocada por delitos económicos como los recién mencionados, ha significado que su regulación alcance ribetes que sobrepasan el ámbito del Derecho Privado, convirtiéndose en una materia

que necesariamente debe ser abordada también por el Derecho Público, precisando que no es un tema excluyente de una u otra de las áreas del derecho mencionadas.

A nuestro juicio, el motivo mediato de este traspaso de materias entre las mencionadas áreas del derecho, se encontraría en el hecho de que, tal como ha manifestado el premio nobel de economía Joseph E. Stiglitz, existen importantes diferencias entre lo que era el modelo capitalista del siglo XIX, y lo que es el modelo del siglo XXI. La principal de ellas, en relación a la propiedad de las grandes empresas, la que actualmente se encuentra en manos, por un lado, de propietarios o accionistas que son *“ciudadanos que operan a través de diferentes órganos públicos, y en el otro son ciudadanos que operan a través de diversos intermediarios financieros”*³.

Es decir, es factible afirmar que hoy en día el nivel de participación ciudadana o pública en la propiedad de las compañías más importantes del mercado, ya sea por una obligación legal –como en las AFP- o de manera voluntaria, ha hecho necesario también, dar una mirada a los delitos económicos que se producen en el Mercado de Valores, desde la perspectiva del Derecho Público.

La delincuencia económica trae aparejada enormes perjuicios sociales, y es en esta consideración que descansa el fundamento clave para legitimar la reacción contra este tipo de ilícitos. A su vez, la severidad de dicha reacción, se legitima en *“las estimaciones sobre las pérdidas económicas globales que –más allá de la importante ‘cifra negra’- acarrear conductas indebidas en el ámbito de la actividad empresarial”*⁴. Aun cuando en principio puede que exista una sensación generalizada de que dichos delitos no poseen una lesividad equiparable con delitos de afectación directa a la propiedad, el conocimiento empírico nos indica que, en realidad, constituyen atentados enormemente lesivos para la propiedad.

³ Stiglitz, *Caída libre*, p. 244.

⁴ Hernández, Héctor. “Perspectivas del derecho penal económico en Chile”, *Revista Persona y Sociedad*, vol. 19, n°1 (2005): p. 103.

Sin ir más lejos, la denominada “crisis *subprime*” del año 2008, se originó a causa de conductas atentatorias contra el mercado –aun cuando no todas ellas estuvieran tipificadas-, en donde se permitió que distintas entidades crediticias y financieras, dedicadas a la administración de fondos de inversión, adquirieran y transaran bonos o títulos de crédito consistentes en hipotecas subprime, las que se caracterizaban principalmente por tratarse de instrumentos de altísimo riesgo.

Para muchos corresponde a “*la pérdida de riqueza más grande que ha ocurrido en la historia de la humanidad*”⁵, o al menos –para los más cautos- la crisis económica más importante desde la Gran Depresión⁶, con lo que pocos cuestionamientos caben respecto a que este tipo de delitos comprometen la adecuada protección del interés público.

No hay duda de que, en la medida que este mercado representa uno de los principales medios por los cuales se puede inyectar recursos a los distintos proyectos empresariales, contribuye al crecimiento económico del país, y por tanto, existe un interés público comprometido. Así también quedó de manifiesto en la historia de la Ley de Mercado de Valores, la que al mencionar los objetivos globales del proyecto señala que estos pueden sintetizarse en dos ideas, una de las cuales corresponde a “*desarrollar los mercados de valores para permitir a las empresas obtener financiamiento a largo plazo, y de este modo impulsar el desarrollo económico del país*”⁷.

Pero este interés público va más allá. Actualmente uno de los inversionistas institucionales más relevantes en el Mercado de Valores lo representan las

⁵ Lagos, Juan Ignacio. *La Regulación de los Mercados Financieros: ¿Una Solución o una Causa de Problema?*, vol. 4. (Santiago, Chile: Thomson Reuters, 2013), p. 153.

⁶ Stiglitz, *Caída libre*, p. 11.

⁷ Historia de la Ley N° 18.045, Ley de Mercado de Valores, p. 36. (Disponible en World Wide Web: <http://www.leychile.cl/Navegar/scripts/obtienearchivo?id=recursoslegales/10221.3/44116/2/HL18045.pdf> [consultado el 22 de diciembre de 2016]).

Administradoras de Fondos de Pensiones, en virtud de lo cual, todos de una manera directa o indirecta, según como se mire, tenemos participación y asumimos los riesgos que puedan acontecer en dicho mercado.

Atrás ha quedado el tiempo en el que el Mercado de Valores y las operaciones en él realizadas, eran considerados como materias circunscritas y exclusivas del ámbito del Derecho Privado. Al existir un interés público involucrado, necesariamente, y cada día como mayor fuerza, representan una temática que debe ser abordada también por el Derecho Público.

Como ha señalado el profesor Silva Bascuñán refiriéndose a la relación entre el Derecho Público y el Derecho Privado, la “separación definida entre ambos resulta hoy más que nunca imposible: tantos son sus vínculos recíprocos, las materias comunes, sus mutuos apoyos. En el derecho contemporáneo el crecimiento de las funciones estatales ha extendido, como se dijo, la órbita del Derecho Público, pero, al mismo tiempo, han aumentado, por otra parte, las ocasiones en que el Estado actúa en el plano y de acuerdo con las normas del derecho privado”⁸

⁸ Silva Bascuñán, Alejandro. *Tratado de Derecho Constitucional*, Tomo. I (Santiago, Chile: Editorial Jurídica de Chile, 1988), p. 16.

CAPÍTULO I. FUNDAMENTOS DE LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES.

1.1. Generalidades.

El “**Mercado de Valores**” como parte del mercado de capitales, también llamado mercado de capitales propiamente tal o en sentido estricto, puede ser definido como el mercado en el que *“básicamente se transan las acciones de las sociedades anónimas y los instrumentos de deuda a mediano y largo plazo, que permiten a las empresas captar fondos del público a plazos convenientes para llevar a cabo proyectos de inversión, necesarios para el desarrollo del país”*⁹. Es decir, es aquel en que *“existe transferencia de recursos desde aquellos agentes económicos que tienen superávit de recursos financieros hacia aquellos que requieren cubrir déficit de recursos financieros”*¹⁰, en que se transan específicamente los “valores” definidos en el artículo 3 de la Ley de Mercado de Valores como los *“títulos transferibles incluyendo acciones, opciones a la compra y venta de acciones, bonos, debentures, cuotas de fondos mutuos, planes de ahorro, efectos de comercios y, en general, todo título de crédito o inversión”*.

En éste –el Mercado de Valores- la relación entre los participantes es más directa, puesto que generalmente el emisor queda directamente obligado para con el tenedor del instrumento financiero, y el inversionista asume los riesgos de dicho emisor, a diferencia de cómo funcionan los créditos. Debido a la naturaleza de la relación, la transparencia y el correcto funcionamiento del mercado se

⁹ Historia de la Ley N° 18.045, *Ley de Mercado de Valores*, p. 53.

¹⁰ Parada, Rigoberto. *El Mercado de Valores en Chile: Análisis Teórico y Características* (Santiago, Chile: Bolsa de Comercio de Santiago, 1987), p. 17.

hacen más relevantes, pues repercuten directamente en cada uno de los participantes.

El Mercado de Valores se divide en “mercado primario” y “mercado secundario”. El mercado primario, es aquel en el que se produce la colocación de valores de primera emisión, los que corresponden a títulos transferibles emitidos por el Estado, el Banco Central de Chile, bancos e instituciones financieras, cuotas de fondos mutuos y por sociedades anónimas inscritas en el registro de valores llevado por la SVS. A él concurren aquellos emisores de valores que necesitan financiamiento para obtener capitales provenientes del público inversor, para lo cual se venden por primera vez títulos, que una vez colocados, pueden comenzar a ser transados en el mercado secundario.

Por su parte, el mercado secundario, es aquel en el que se transan activos financieros ya emitidos y colocados en el mercado, es decir, instrumentos transados con anterioridad al menos una vez. Este mercado es la continuación para aquellos títulos que fueron puestos en circulación a partir del mercado primario. El artículo 4 bis de la Ley de Mercado de Valores define el mercado secundario formal como *“aquél en que los compradores y vendedores están simultáneamente y públicamente participando en forma directa o a través de un agente de valores o corredor de bolsa en la determinación de los precios de los títulos que se transan en él”*.

Es un mercado que permite mejorar las condiciones de liquidez de la inversión, en la medida que entrega a los tenedores de títulos adquiridos en el mercado primario, la posibilidad de recuperar el valor de su inversión, a partir de su enajenación.

1.2. Importancia del Mercado de Valores en la economía nacional.

La importancia del Mercado de Valores radica en que proporciona un espacio, una plataforma mediante la cual, de manera eficiente, se pueden canalizar los recursos provenientes del ahorro hacia la inversión. Como parte del sistema financiero de un país, permite el desarrollo de la nación, a través del financiamiento de proyectos mediante el traspaso de recursos hacia quienes no tienen el ahorro necesario para incurrir en ellos, lo cual hace crecer la economía interna, y a su vez, incrementa el interés de los agentes externos de inversión.

Junto con ello, el Mercado de Valores reduce las asimetrías de información que existen al momento de realizar transacciones, lo cual facilita y disminuye los costos de la distribución de recursos en virtud del aumento de confianza que aquello genera.

El Mercado de Valores contribuye de dos maneras al crecimiento económico, primero a través del aumento de la inversión, y segundo, a través del incremento en el porcentaje de acumulación de capital. Juega un rol fundamental en el crecimiento económico principalmente producto de la liquidez que entrega al permitir una distribución más eficiente del capital, dado que *“la liquidez de los mercados de capital hace a la inversión menos riesgosa -y más atractiva- porque ello permite a los ahorristas adquirir un activo –de capital- y venderlo barato y rápidamente si necesitan acceso a sus ahorros o quieren modificar su cartera”*¹¹, lo cual incentiva a invertir a largo plazo, puesto que en caso de que la inversión deje de interesar, rápidamente puede ser traducida en dinero.

¹¹ Levine, Ross. “Stock Markets: A Spur to Economic Growth”, *Finance & Development*, (1996): p. 7. (Disponible en: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1996/03/pdf/levine.pdf> [consultado el 12 de diciembre de 2016]).

La importancia que el Mercado de Valores presenta en una economía tan dinámica como la actual es de un valor incalculable, ya que si bien las personas –naturales y jurídicas- disponen diversas alternativas para obtener financiamiento, el Mercado de Valores *“presenta opciones que en ocasiones permiten lograr importantes aumentos de valor en los procesos económicos”*¹². En consecuencia, entrega acceso a un financiamiento de carácter internacional, permitiendo que el flujo ahorro-inversión no quede circunscrito necesariamente al ámbito local, y de tal manera es posible a *“los emisores locales la consecución de recursos provenientes del ahorro exterior, así como permite a los emisores extranjeros la consecución de recursos del ahorro local”*¹³. Es decir, el Mercado de Valores da la posibilidad de obtener financiamiento tanto en los mercados locales como en mercados internacionales, lo cual es sumamente relevante en un país como Chile, el cual necesita captar capital extranjero.

1.3. El Orden Público Económico y su aplicación en el Mercado Valores.

La importancia que el Mercado de Valores posee en la economía actual, en buena medida se debe a que los acontecimientos suscitados en él, generan repercusiones a gran escala, que afectan directa o indirectamente a toda la sociedad. Una sola operación efectuada en el Mercado de Valores puede provocar implicancias positivas o negativas en la vida de un enorme número de personas, superando por mucho la esfera de los participantes directamente involucrados en la operación.

Por este motivo, como es lógico, el Derecho ha debido hacerse cargo de ello, mediante el establecimiento de regulación atingente, la que suele

¹² López, Adriana. “Introducción a la Regulación de Valores en los Estados Unidos”, *Revista e-Mercatoria*, vol, 7, n° 2 (2008): p. 2.

¹³ López, “Introducción a la Regulación de Valores”, p. 2.

identificarse con el concepto de Orden Público Económico (“OPE”), concepto cuyo contenido ha ido mutando con el correr de los años en atención a los cambios experimentados en el mundo desde la perspectiva socio-económica y, especialmente, atendiendo a las variaciones que en distintos momentos ha tenido la valoración de la iniciativa privada o estatal en dicho escenario.

Así las cosas, el marco del concepto actual del OPE, creemos que es el resultado de la situación social, política y económica, vivida durante las últimas décadas del siglo XX, en donde buena parte de las sociedades con economías basadas en una intervención estatal fuerte, fracasaron.

Adhiriendo a lo planteado por el profesor Avilés, quien ha realizado un análisis de los antecedentes históricos del OPE, debemos señalar que, sin perjuicio de los negativos resultados arrojados por aquellas sociedades estructuradas a partir de un rol exacerbado del Estado, lo cierto es que el avance en materia de regulaciones sociales hizo imposible pensar en volver a la situación previa a su aparición, denominada “*aproximación liberal del derecho a la economía*”, caracterizada por la ausencia de normas en materia económica¹⁴.

En este contexto, la doctrina nacional ha intentado delinear ciertas definiciones a partir de las cuales podría conceptualizarse el OPE aplicado en nuestro país.

Al respecto, el profesor Cea ha entregado una definición de OPE que -en sus propias palabras- se extiende al sector público, privado y mixto de la economía, nacional y extranjera. Señala que el OPE es “*el conjunto de principios y normas jurídicas que organizan la economía de un país y facultan a la autoridad*

¹⁴ Avilés, Víctor Manuel. “Orden Público Económico: Noción Crítica”, *Revista de Derecho Público*, n° 63 (2001): p. 333.

*para regularla en armonía con los valores de la sociedad formuladas en la Constitución*¹⁵.

Se trata de un concepto que *“comprende el conjunto de principios, normas y medidas jurídicas, en sus diversas jerarquías y especies, dirigido a organizar y regular ese aspecto de la convivencia humana, incluyendo la dirección, promoción y control de él, tanto como la penalidad de las transgresiones”*¹⁶.

Es decir, para el profesor Cea el OPE es un concepto que debe ser entendido en su dimensión material, como una institución con un inminente carácter regulatorio, que representa una herramienta para el Estado a la hora de organizar la sociedad. Aquello nos parece adecuado, pero no aborda la finalidad perseguida por la institución.

Por su parte, el profesor Fermandois nos entrega una definición “situacional” del concepto de OPE, el que puede ser definido como *“El adecuado modo de relación de todos los diversos elementos de naturaleza económica presentes en la sociedad que permita a todos los agentes económicos, en la mayor medida posible y en un marco subsidiario, el disfrute de sus garantías constitucionales de naturaleza económica de forma tal de contribuir al bien común y a la plena realización de la persona humana”*¹⁷.

En dicha definición, encontramos una clara manifestación del contenido actual del OPE, resultado de la situación social, política y económica, vivida

¹⁵ Cea, José Luis. *Tratado de la Constitución de 1980. Características Generales Garantías Constitucionales* (Santiago, Chile: Editorial Jurídica de Chile, 1988), p. 158.

¹⁶ Cea, *Tratado de la Constitución de 1980*, pp. 158-159.

¹⁷ Fermandois, Arturo. *Derecho Constitucional Económico: garantías económicas, doctrina y jurisprudencia* (Santiago, Chile: Ediciones Universidad Católica de Chile, 2001), p. 58.

durante las últimas décadas del siglo XX y que, en buena parte, también quedó plasmada en la Constitución de 1980.

En una línea similar a la anterior, el profesor Avilés ha señalado que el OPE –o el Orden Jurídico Económico- consiste en “(...) *la recta disposición de los diferentes elementos sociales que integran la comunidad –públicos y privados- en su dimensión económica, de la manera que la colectividad estime valiosa para la obtención de su mejor desempeño en la satisfacción de las necesidades materiales del hombre*”¹⁸.

La definición entregada por el profesor Avilés –anterior en el tiempo a la del profesor Fermandois pero también de corte situacional- nos parece adecuada, no solo porque es explicativa de la finalidad perseguida por el OPE –lo cual no se encuentra, por ejemplo, en la definición del profesor Cea-, sino que además da cuenta de una de las características del OPE que ya adelantábamos en los párrafos iniciales de este acápite, esto es, que el OPE es un concepto inicialmente neutro cuyo contenido se va adecuando a los mandatos que la colectividad imperante en cada momento va necesitando o exigiendo.

Por último, una propuesta más reciente de conceptualización de OPE por parte de la doctrina nacional, es la entregada por el profesor Pereira, la que nos parece que incorpora los principales elementos de la conceptualización aportada por el profesor Avilés, transcrita previamente.

Al respecto, Pereira señala que “*El OPE es la ordenación ideológica conformada por un conjunto de principios y valores propios del grupo que detenta el poder en una comunidad y tiempo determinados, encaminados a servir de*

¹⁸ Avilés, “Orden público económico”, pp. 335-336.

marco de protección y aseguramiento de las garantías de naturaleza económica de los individuos consagradas en la Constitución"¹⁹.

Resulta interesante dicha definición –y adherimos a ella- toda vez que si bien puede resultar *a priori* un poco genérica, consideramos que precisamente dicha generalidad es lo que le da la versatilidad necesaria al concepto para adecuarse a los tiempos. Se trata de una formulación del OPE esencialmente mutable, lo cual resulta deseable toda vez que el desarrollo del OPE responde a las distintas perspectivas sobre la configuración económica de la sociedad, que el grupo determinado que en ese momento y lugar detenta el poder, desea institucionalizar.

La propuesta del profesor Pereira concibe el OPE bajo una noción dinámica y variable, toda vez que en sus propias palabras, "(...) *el grupo de que detenta el poder determina la ideología que informa su organización económica en virtud de los principios y valores a que se atengan y, asimismo, en su dimensión instrumental determina los elementos de naturaleza económica que le servirán de instrumentos en la consecución de su proyecto ideológico*"²⁰. Es decir, el contenido del OPE puede –o debe- mutar en la medida que se modifiquen los grupos de poder al interior de una sociedad, o bien, en la medida que varíen los intereses o valores que dicho grupo desea para la colectividad.

En definitiva, la regulación aplicable al Mercado de Valores se circunscribe en el OPE, y de ahí que su conceptualización resulte tan relevante para nuestro estudio, puesto que el OPE –finalmente- determina el escenario y la regulación que tendrá el Mercado de Valores en cada momento y lugar, en respuesta a los valores e intereses de la colectividad reinante. En efecto, la regulación del

¹⁹ Pereira, Esteban. "Orden Público Económico: una propuesta de conceptualización", *Revista Derecho y Humanidades*, n° 13 (2008): p. 163.

²⁰ Pereira, "Orden Público Económico", p. 164.

Mercado de Valores se hace cargo del carácter meta individual de las conductas que pueden ir en contra de ella, es decir, de los perjuicios causados al OPE, mismo que excede lo meramente patrimonial.

1.4. Principios del Mercado de Valores.

(i) Eficiencia. Esta función es clave, ya que el mero traspaso o flujo de recursos desde los oferentes hacia los demandantes de los mismos no garantiza en sí buenos resultados en la utilización de aquellos. Por ende, los recursos disponibles –siendo siempre escasos– deben ser asignados a aquellas alternativas de inversión más rentables y seguras, tanto desde un punto de vista privado como desde uno social, a fin de asegurar en la medida de lo posible, una adecuada tasa de desarrollo económico.

(ii) Transparencia. La transparencia en el mercado de valores puede ser definida como *“el grado en que la información sobre la negociación (tanto previa como posterior a la ejecución de las operaciones) se pone a disposición del público en tiempo real”*²¹.

Para conocer el valor económico real de los valores que se cotizan es preciso facilitar al inversor la información sobre los sujetos que emiten los valores, características de los valores en sí, y de los mercados en los que cotizan, de modo tal que puedan tomar decisiones de inversión o desinversión. Esto es, se

²¹ Organización Internacional de Comisiones de Valores. *Objetivos y Principios para la Regulación de los Mercados de Valores* (IOSCO, 1998), p. 7. (Disponible en: http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCO_PD82-Spanish.pdf [consultado el 8 de febrero de 2017]).

hace necesaria la divulgación de información veraz, suficiente y oportuna, por parte de los entes emisores de valores de oferta pública, cuando reviste caracteres de esencialidad.

Esto se debe a que el valor de los instrumentos que se negocian en el mercado no es intrínseco, sino extrínseco. Su valor solo es perceptible sobre la base de un proceso de acopio de información, elaboración y análisis, en el que el principio de transparencia asegura un volumen y calidad de información similar para todos los inversionistas, lo que se traduce en una correcta formación de precios.

(iii) Protección al Inversionista. Uno de los principios rectores del Mercado de Valores, es propender a asegurar la protección a los inversionistas frente a actuaciones fraudulentas. En la medida que exista confianza en el mercado, ingresarán nuevos inversionistas y los precios se formarán de manera más eficiente, lo cual va en beneficio de todos. En este punto, es relevante precisar que no se busca proteger a los inversionistas de los riesgos inherentes a las inversiones que realizan, ya que la *“asunción de riesgos es esencial para un mercado activo”*²², sino que de ciertos factores ajenos al mercado, los que deben erradicarse de él.

Los inversionistas son participantes especialmente vulnerables a las conductas que puedan realizar los intermediarios de valores y los demás participantes del mercado de valores. Es por esto que, *“deberán estar protegidos contra prácticas engañosas, de manipulación o fraudulentas, incluyendo el mal uso de información privilegiada, la utilización en beneficio del propio intermediario*

²² Organización Internacional de Comisiones de Valores, *Objetivos y Principios*, p. 8.

de las instrucciones del cliente”²³, entre otras actuaciones que constituyan malas prácticas.

(iv) Facilitar Flujo Ahorro-Inversión. Esta función tiene por objeto facilitar la transferencia de recursos entre oferentes (ahorrantes) y demandantes de fondos (inversionistas). Es precisamente este flujo o desplazamiento de recursos el que permite el desarrollo económico, al poner los recursos disponibles al servicio de las inversiones productivas. En definitiva, se trata de incentivar que aquellos entes que disponen de recursos, se los traspasen a aquellos que – deficientes en recursos– disponen de proyectos de inversión que puedan resultar lo suficientemente atractivos como para captar tales recursos financieros.

(v) Responsabilidad de los intermediarios. A los intermediarios del Mercado de Valores se les exige cumplir con las normas relativas a los requisitos previos para acceder a la actividad, y las normas de conducta para el ejercicio de la misma.

Por ello, los intermediarios que actúan en el Mercado de Valores deberán actuar con profesionalismo, manteniendo un comportamiento leal, diligente e imparcial frente a sus clientes. Deberán priorizar, en todo momento, el interés de su cliente, y de presentarse un conflicto de intereses entre sus clientes deben ser neutrales.

(vi) Igualdad de los inversores. Este principio está íntimamente ligado al principio de transparencia y al principio de protección al inversionista, y dice relación con que en el Mercado de Valores, todos los inversionistas que actúan deben ser tratados por igual, sin que ninguno de ellos pueda sacar ventajas respecto de otro, por ejemplo, mediante el uso de información privilegiada.

²³ Organización Internacional de Comisiones de Valores, *Objetivos y Principios*, p. 6.

1.5. Principales agentes del Mercado de Valores.

La estructura del Mercado de Valores chileno respecto a sus participantes puede dividirse en cinco grupos principales: (i) los “emisores” de los valores transados; (ii) los “intermediarios de valores”; (iii) los demandantes de dichos valores; y (iv) las entidades de apoyo a la información, que como veremos, juegan un rol fundamental en las materias analizadas en el presente trabajo. Adicionalmente a estos cuatro grupos, debemos agregar un quinto grupo participante que resulta esencial para el Mercado de Valores, conformado por (v) los “agentes reguladores y fiscalizadores” del mercado, los que presentan especial importancia en la presente exposición.

1.5.1. Los emisores u oferentes de valores.

El Mercado de Valores presupone la existencia de emisores u oferentes de valores, los que tal como se desprende de su concepto, son aquellos participantes que emiten distintos tipos de valores con la finalidad de que sean colocados en el mercado para su negociación, y así poder obtener financiamiento a partir de la captación de los recursos del público inversionista, para desarrollar sus actividades económicas

En relación a ellos, debemos señalar que puede tratarse, indistintamente, tanto de personas jurídicas de naturaleza pública, como sería el caso del Estado a través del Banco Central, Tesorería General de la República, y el Instituto de Previsión Social, o bien, de personas jurídicas de naturaleza privada como lo son las sociedades anónimas abiertas, los bancos e instituciones financieras, distintos fondos patrimoniales o institucionales, las sociedades securitizadoras y los emisores extranjeros.

En atención a las distintas estructuras del capital del emisor, estos podrán emitir diferentes tipos de valores, tales como, acciones, bonos, efectos de comercio, depósitos, letras hipotecarias, cuotas de fondos, entre otros. Sólo a modo de ejemplo, podemos señalar que las sociedades anónimas podrán emitir títulos de renta variable como lo son las acciones, y títulos de renta fija, principalmente bonos y efectos de comercio.

Las sociedades que deseen emitir y hacer oferta pública de sus valores, deberán previamente inscribirse e inscribir sus valores en el Registro de Valores llevado por la SVS. Esto es lo que está consagrado en el inciso primero del artículo 6 de la Ley de Mercado de Valores, el que dispone que *“Sólo podrá hacerse oferta pública de valores cuando éstos y su emisor, hayan sido inscritos en el Registro de Valores”*.

Por último, debemos señalar que las entidades inscritas en el Registro de Valores, deberán remitir a la SVS, y a los intermediarios que participen en la colocación de sus valores -corredores de bolsa y agentes de valores- información continua en la forma y plazos que indica la Norma de Carácter General N° 30. Esta información es aquella individualizada en la Sección II. 2 de la mencionada norma de carácter general, y básicamente hace alusión a (i) Antecedentes económicos y financieros, (ii) Hechos relevantes o esenciales y, (iii) Otros antecedentes relativos a la información social de la entidad.

1.5.2. Los Intermediarios de valores.

Los intermediarios de valores están definidos en el artículo 24 de la Ley de Mercado de Valores, el que señala que *“Son intermediarios de valores las personas naturales o jurídicas que se dedican a las operaciones de corretaje de valores”*.

De esta definición se desprenden dos elementos: (i) Tanto las personas naturales como las personas jurídicas pueden ser intermediarios; y, (ii) La intermediación se realiza mediante operaciones de corretaje de valores.

En relación a su segundo elemento, cabe señalar que nuestra legislación no se ha hecho cargo de definir qué debe entenderse por corretaje o por contrato de corretaje. Sólo hace referencia a “Los Corredores” en el Título III del Libro I del Código de Comercio, y en el Título IV del Libro II del mismo cuerpo normativo. En este último caso, el artículo 234 señala que dentro de las tres especies de mandato comercial, se encuentra la correduría.

Sin embargo, de la simple lectura de las disposiciones de los mencionados títulos, se desprende que la institución que el Código de Comercio llama “corretaje”, posee una naturaleza jurídica distinta de la de los intermediarios de valores.

A partir de esto, la doctrina ha adoptado diferentes posiciones en relación a la naturaleza jurídica que tendrían los intermediarios de valores.

Siguiendo lo señalado por Puga, nos parece que dado que por regla general los intermediarios de valores actúan por cuenta ajena pero a nombre propio, *“los agentes de valores y corredores de bolsa son mandatarios, normalmente comisionistas”*²⁴.

Dejando de lado la anterior precisión doctrinaria, debemos señalar que el recién mencionado artículo 24, agrega que los intermediarios de valores podrán

²⁴ Puga, Juan Esteban. *El Acto de Comercio. Crítica a la Teoría Tradicional* (Santiago, Chile: Editorial Jurídica de Chile, 2005), p. 238.

distinguirse según si actúan como miembros de la bolsa o fuera de ella. Para ello, señala que los *“intermediarios de valores que actúan como miembros de una bolsa de valores, se denominan corredores de bolsa y aquellos que operan fuera de bolsa agentes de valores”*.

Ahora bien, ya sea que se trate de corredores de bolsa o de agentes de valores, debemos entender que los intermediarios de valores son entidades cuya principal labor consiste en contactar a quienes desean comprar valores con quienes desean venderlos, y perfeccionar la operación respectiva, recibiendo a cambio de sus servicios una determinada comisión. De esto se desprende que el rol de los intermediarios de valores es enlazar las distintas puntas del mercado, esto es, los oferentes (emisores) y los demandantes (inversionistas) de valores.

Luego, cabe precisar que no sólo pueden realizar operaciones por encargo de sus clientes, sino que adicionalmente, pueden hacer compras o ventas por cuenta propia, es decir, para su propia cartera de inversiones.

La combinación de estas dos funciones es lo que ha dado paso al concepto de *“broker-dealers”*. Por un lado tenemos al *“broker”*, quien es un *“agente del mercado que compra y vende valores para su cliente y recibe como contraprestación una comisión”*²⁵, y por otro, encontramos al *“dealer”*, aquel agente que *“adquiere valores en nombre propio, les marca un precio y posteriormente lo vende a sus clientes”*²⁶.

La razón por la cual la Ley de Mercado de Valores, en complemento con algunas normas emanadas de la SVS, hace tanto ahínco en regular la actuación de los intermediarios de valores, radica en el hecho de que en un mercado como

²⁵ López, “Introducción a la Regulación de Valores”, p. 4.

²⁶ López, “Introducción a la Regulación de Valores”, p. 4.

el de valores, no existe contacto real entre los oferentes y demandantes de valores. La única vía de contacto entre dichos participantes se encuentra en los intermediarios de valores, y he ahí el motivo por el cual se hace tan imperativo contar con una adecuada regulación. Esta situación cobra aún mayor relevancia cuando los intermediarios actúan en su faceta de “dealer”, y por lo mismo, el inciso 2° del artículo 24 de la LMV les impone la obligación de informar al cliente que en dicha negociación, el intermediario está actuando por cuenta propia, de forma que el cliente sepa que en aquel momento la contraparte directa en la transacción es el mismo intermediario cuyos servicios de corretaje ha contratado.

Nuestro legislador no esconde la desconfianza que le genera que los intermediarios negocien con sus clientes aquellos valores pertenecientes a su propia cartera, y en complemento con la norma anterior, el artículo 26 de la Ley de Mercado de Valores en su literal d), dispone que deberán *“mantener permanentemente un patrimonio mínimo de 6.000 unidades de fomento para desempeñar la función de corredor de bolsa o agente de valores. No obstante lo anterior, para efectuar las operaciones indicadas en el inciso segundo del artículo 24 de la presente ley se deberá mantener un patrimonio mínimo de 14.000 unidades de fomento”*.

La mencionada norma es un ejemplo claro del recelo con el cual nuestro legislador mira la función de “dealer” que pueden desempeñar los intermediarios de valores, y es una clara señal de que para esta Ley, la función más importante de los intermediarios debe ser la de intermediar y no la de especular, es decir, la función por antonomasia que deben desempeñar los intermediarios de valores debe corresponder a su rol de “broker”.

Por la relevancia que estos participantes juegan al interior del Mercado de Valores, nuestro legislador no permite que los intermediarios operen de cualquier

forma. Por ello, ha dispuesto distintos requisitos necesarios para su operatividad, los que dicen relación con aspectos tales como, capitales mínimos, conflictos de interés, manejo de información privilegiada, o bien, requisitos relativos a las operaciones por cuenta propia como los que acabamos de mencionar.

Sobre esto último, debemos precisar que si bien el actuar de los intermediarios está supeditado a la normativa vigente en la materia, finalmente la pulcritud y corrección con la que ellos actuarán en el mercado dependerá de la calidad de dicha normativa, la que tal como veremos, en el último tiempo se ha puesto en duda producto de emblemáticos casos que analizaremos con posterioridad.

1.5.3. Los inversionistas o demandantes de valores.

Los inversionistas o demandantes de valores, son aquellos participantes que invierten su capital o patrimonio a través de instrumentos financieros disponibles en el Mercado de Valores.

Son personas naturales o jurídicas, que canalizan su dinero a través del Mercado de Valores con el propósito de obtener una rentabilidad, con lo cual se hace efectivo el traslado de recursos entre los distintos sectores de la economía.

Ahora bien, es posible distinguir dos principales grupos de inversionistas existentes en el Mercado de Valores, esto son: (i) Los inversionistas privados o clientes inversionistas; y, (ii) Los inversionistas profesionales o calificados.

La importancia de la distinción entre los tipos de inversionistas no es banal, ya que de ello dependerá el estándar de deberes y obligaciones que tendrán los participantes de las operaciones, tanto desde la perspectiva de los inversionistas como de los intermediarios de valores. Esto último motivado principalmente en

que los mercados buscan entregar mayor protección a los inversionistas que no son profesionales.

(i) En relación a los primeros, esto es, a los inversionistas privados o clientes inversionistas, debemos señalar que en este grupo se encuentran aquellas personas naturales o jurídicas que no realizan operaciones en el Mercado de Valores de manera frecuente o por montos de gran volumen, o bien, aquellos inversionistas que no cuentan con un nivel de experiencia o conocimiento acabado del funcionamiento del Mercado de Valores.

Respecto a este grupo de inversionistas, cabe señalar que nuestro ordenamiento jurídico no ha entregado una definición legal, sin embargo, podemos desprenderla a contrario sensu de lo que se ha definido como inversionistas calificados en la Ley de Mercado de Valores. Es decir, corresponderían a aquellos inversionistas que no cumplen con los requisitos necesarios para ser clasificados como inversionistas calificados.

(ii) Por su parte, los inversionistas calificados están contemplados en el literal f) del artículo 4 bis de la Ley de Mercado de Valores, el que señala que corresponden a *“los inversionistas institucionales e intermediarios de valores en operaciones de cuenta propia, como también aquellas personas naturales o jurídicas que realicen habitualmente operaciones con valores por montos significativos o bien que por su profesión, actividad o patrimonio quepa presumir que poseen un conocimiento acabado del funcionamiento del mercado de valores. La Superintendencia, mediante norma de carácter general, fijará las condiciones y parámetros que determinen que estas personas califican como inversionistas de esta clase”*.

De esta disposición se desprende que dentro del grupo de los inversionistas calificados se contemplan tres subgrupos: a) Inversionistas Institucionales; b) Intermediarios de valores en operaciones de cuenta propia; y, c) Otras personas naturales o jurídicas que cumplan ciertos requisitos determinados por la SVS para ser considerados como inversionistas calificados.

a) Los inversionistas institucionales pueden definirse como aquellos *“inversionistas cuyo giro principal es la realización de inversiones financieras con fondos de terceros, con una participación relevante en el mercado”*²⁷.

A nivel normativo, están definidos expresamente en la Ley de Mercado de Valores, específicamente en el literal e) del mismo artículo 4 bis, el que señala que corresponderán a *“los bancos, sociedades financieras, compañías de seguros, entidades nacionales de reaseguro y administradoras de fondos autorizados por ley”*, y agrega que *“también tendrán este carácter, las entidades que señale la Superintendencia mediante una norma de carácter general, siempre que se cumplan las siguientes condiciones copulativas: a) que el giro principal de las entidades sea la realización de inversiones financieras o en activos financieros, con fondos de terceros; b) que el volumen de transacciones, naturaleza de sus activos u otras características, permita calificar de relevante su participación en el mercado”*;

b) Sobre los intermediarios de valores en operaciones de cuenta propia nos remitiremos a lo dicho en el punto 1.4.2 del presente capítulo al

²⁷ Comité de Regulación Bolsa de Comercio de Santiago y Comité de Regulación Bolsa Electrónica de Chile. *Regulación acerca de la Relación entre los Corredores y sus Clientes no Profesionales. Situación Nacional y Comparada* (Santiago, Chile: Bolsa de Comercio de Santiago y Bolsa Electrónica de Chile, 2011), p. 3 (Disponible en: http://www.bolchile.cl/Recursos/normativas/autorregulacion/Informe_regulacion_corredor_clteVF.pdf [consultado 6 de marzo de 2017])

abordar la faceta de “dealer” que pueden desempeñar tanto los corredores de bolsa como los agentes de valores;

c) En cuanto a las otras personas naturales o jurídicas que pueden considerarse como inversionistas calificados en consideración a los requisitos impuestos por la Superintendencia de Valores y Seguros, debemos señalar que ellas están consagradas en la Norma de Carácter General N° 216 de la SVS (NCG N° 216).

Es decir, para que un inversionista ordinario pueda alcanzar la categoría de inversionista calificado debe cumplir con los requisitos establecidos en alguno de los supuestos contemplados en los N°s 5, 6 y 7 de la NCG N° 216²⁸.

Análisis aparte en este subgrupo de inversionistas calificados merecen aquellos contemplados en el punto N° 8 de la NCG N° 216, también llamados “Inversionistas calificados electivos”, ya que si bien *“no se establece explícitamente como una categoría distinta, la NCG N°216 contiene reglas especiales para un caso que se encuentra en el ‘umbral inferior de la categoría de inversionistas calificados’*²⁹.

²⁸ “[...] **5.** Personas naturales o jurídicas y entidades, chilenas o extranjeras, que al momento de efectuar la inversión cuenten con inversiones financieras en valores susceptibles de ser ofrecidos públicamente en Chile o en el extranjero, por un monto no inferior a 10.000 Unidades de Fomento. **6.** Personas naturales o jurídicas y entidades, chilenas o extranjeras, que hayan delegado las decisiones de inversión en un Inversionista Calificado de acuerdo a las consideraciones de esta Norma, en virtud de un contrato de administración de cartera. Esto, en la medida que la facultad para participar en los mercados especiales, ofertas y colocaciones a que se refiere esta Norma haya quedado expresamente señalada en el contrato de administración respectivo y que el Inversionista Calificado informe al cliente las operaciones realizadas en virtud de dicha facultad, con la periodicidad establecida en dicho contrato.

7. Personas jurídicas o entidades, chilenas o extranjeras, en que las decisiones de inversión sean adoptadas por un Inversionista Calificado de acuerdo a las consideraciones de esta Norma.”.

²⁹ Comité de Regulación Bolsa de Comercio de Santiago y Comité de Regulación Bolsa Electrónica de Chile, *Regulación acerca de la Relación*, pp. 3-4.

Los inversionistas a los que se refiere esta disposición, son aquellas *“Personas naturales o jurídicas y entidades, chilenas o extranjeras, que al momento de efectuar la inversión cuenten con inversiones financieras en valores susceptibles de ser ofrecidos públicamente en Chile o en el extranjero, por un monto igual o superior a 2.000 Unidades de Fomento”*. Pero la mencionada normativa no se queda ahí, sino que agrega que es necesario que se cumpla algunos de los siguientes requisitos: *“a) Contar con activos iguales o superiores a 100.000 Unidades de Fomento; b) Haber realizado transacciones en el mercado de valores por un monto individual igual o superior a 1.000 Unidades de Fomento y con una frecuencia mínima de 20 operaciones trimestrales, durante los últimos 4 trimestres; c) Contar con el conocimiento necesario para entender los riesgos que conlleva participar en mercados, colocaciones u ofertas con requisitos, condiciones, parámetros y riesgos distintos a los propios del mercado general de valores.”*.

1.5.4. Las entidades de apoyo a la información.

Tal como veremos más adelante en el desarrollo de las condiciones de mercado en las que se realiza el ilícito de manipulación bursátil, uno de los principales mecanismos implementados por las distintas legislaciones a nivel mundial –incluyendo la chilena– para superar las asimetrías informativas presentes en el Mercado de Valores, es el *“mandatory disclosure”*, regla que obliga a las entidades que realizan oferta pública de valores a revelar al mercado toda la información que pueda resultar relevante e influir en el precio de los valores.

Es en este escenario donde aparecen las denominadas “entidades de apoyo a la información”, las cuales generalmente por mandato legal, *“procesan la información, sintetizándola en aquello que resulta de relevancia para la toma*

de decisiones de inversión sobre los títulos emitidos por las empresas³⁰, y entre las cuales se encuentran (i) las Empresas de Auditoría Externa y (ii) las Clasificadoras de Riesgo, las que comparten esta tarea con otros analistas profesionales.

(i) Empresas de Auditoría Externa: Las empresas de auditoría externa están reguladas principalmente en el Título XXVIII de la Ley de Mercado de Valores denominado “De Las Empresas De Auditoría Externa”, el cual es complementado por diversos cuerpos normativos, como la Ley de Sociedades Anónimas N° 18.046; el Decreto Supremo N° 702; y las Normas de Carácter General N° 275 y 302 emitidas por la SVS.

Estas entidades de apoyo a la información, son sociedades registradas y fiscalizadas por la Superintendencia de Valores y Seguros, que examinan, evalúan, y emiten su conclusiones profesionales e independientes relativas a la contabilidad y a los estados financieros de los emisores de valores y sociedades anónimas abiertas y especiales autorizadas por la SVS.

El artículo 239 de la Ley de Mercado de Valores, junto con entregar una breve definición de las empresas de auditoría externa, indica las principales funciones o servicios que ellas prestan al mercado, mencionando tres: “a) *Examinan selectivamente los montos, respaldos y antecedentes que conforman la contabilidad y los estados financieros; b) Evalúan los principios de contabilidad utilizados y la consistencia de su aplicación con los estándares relevantes, así como las estimaciones significativas hechas por la administración; c) Emiten sus conclusiones respecto de la presentación general de la contabilidad y los estados financieros, indicando con un razonable grado de seguridad, si ellos están*

³⁰ Londoño, Fernando. “Ilícito de Manipulación Bursátil: Fenómenos y Lesividad. Aspecto de Política Sancionatoria”, *Revista Política Criminal*, vol. 8, n° 15 (2013): p. 78.

exentos de errores significativos y cumplen con los estándares relevantes en forma cabal, consistente y confiable". Estas funciones son complementadas con las indicadas en el artículo 246 de la misma ley³¹.

Para que la empresa de auditoría externa pueda efectuar sus funciones, el artículo 247 de la Ley de Mercado de Valores dispone que la empresa auditada deberá poner a su disposición toda la información necesaria para prestar dicho servicio, tales como, libros, registros, documentos y antecedentes de la entidad, y en caso de existir filiales, la de estas.

Respecto al estándar sobre el cual deberán estructurarse las opiniones, certificaciones, informes o dictámenes emitidos por las empresas de auditoría externa, estos deberán *"fundarse en técnicas y procedimientos de auditoría que otorguen un grado razonable de confiabilidad, proporcionen elementos de juicio*

³¹ Artículo 246 LMV: "A las empresas de auditoría externa les corresponde especialmente examinar y expresar su opinión profesional e independiente sobre la contabilidad, inventario, balance y otros estados financieros conforme a las Normas de Auditoría de General Aceptación y las instrucciones que imparta la Superintendencia, en su caso. Adicionalmente a lo señalado en el artículo 239, las empresas de auditoría externa deberán:

a) Señalar a la administración de la entidad auditada y al comité de directores, en su caso, las deficiencias que se detecten dentro del desarrollo de la auditoría externa en la adopción y mantenimiento de prácticas contables, sistemas administrativos y de auditoría interna, identificar las discrepancias entre los criterios contables aplicados en los estados financieros y los criterios relevantes aplicados generalmente en la industria en que dicha entidad desarrolla su actividad, así como, en el cumplimiento de las obligaciones tributarias de la sociedad y la de sus filiales incluidas en la respectiva auditoría.

b) Comunicar a los organismos supervisores pertinentes cualquier deficiencia grave a que se refiere el literal anterior y que, a juicio de la empresa auditora, no haya sido solucionada oportunamente por la administración de la entidad auditada, en cuanto pueda afectar la adecuada presentación de la posición financiera o de los resultados de las operaciones de la entidad auditada.

c) Informar a la entidad auditada, dentro de los dos primeros meses de cada año, si los ingresos obtenidos de ella, por sí sola o junto a las demás entidades del grupo al que ella pertenece, cualquiera sea el concepto por el cual se hayan recibido tales ingresos, e incluyendo en dicho cálculo aquellos obtenidos a través de sus filiales y matriz, superan el 15% del total de ingresos operacionales de la empresa de auditoría externa correspondientes al año anterior. En el caso de las sociedades anónimas abiertas, tras dicho aviso, los servicios de auditoría externa sólo podrán ser renovados por la junta ordinaria de accionistas por dos tercios de las acciones con derecho a voto y así en todos los ejercicios siguientes, mientras los ingresos de la empresa de auditoría externa superen el porcentaje indicado."

suficientes, y su contenido sea veraz, completo y objetivo”, así lo consagra el artículo 248 de la mencionada ley.

Por último, debemos señalar que nuestro ordenamiento jurídico dispone que las empresas de auditoría externa, y las personas que en su nombre participen en dicha auditoría, deberán responder hasta la “culpa leve” por los perjuicios que causaren en la prestación de sus servicios.

(ii) Clasificadoras de Riesgo: Las clasificadoras de riesgo están reguladas en esencia en el Título XIV de la Ley de Mercado de Valores denominado “De la Clasificación de Riesgo”, aun cuando sus lineamientos generales de las metodologías de clasificación están definidas en diversas Normas de Carácter General y Circulares emitidas por la SVS³².

Son entidades de apoyo a la información, registradas y fiscalizadas por la SVS, cuya principal función consiste en analizar la información inherente a la probabilidad de pérdida asociada a los valores que serán ofrecidos al público inversionista.

En busca de proteger y resguardar la fe pública comprometida, nuestra legislación obliga a que determinadas ofertas públicas de valores, se sometan a un pormenorizado estudio por parte de entidades independientes del emisor y constituidas principalmente para dicha función, tal como lo señala el inciso 2° del artículo 71 de la Ley de Mercado de Valores, al disponer que *“Las entidades clasificadoras de riesgo tendrán como exclusivo objeto clasificar los valores de oferta pública, pudiendo realizar, además, las actividades complementarias que*

³² NCG N° 22 y sus modificaciones; NCG N° 25 y sus modificaciones; y Circular N° 1535 y sus modificaciones, principalmente.

autorice la Superintendencia, debiendo incluir en su nombre la expresión 'Clasificadora de Riesgo'.”.

Los criterios sobre los cuales las clasificadoras de riesgo determinarán el nivel de riesgo que presentan los valores analizados, están entregados en el artículo 88 de la Ley de Mercado de Valores, el que señala que “*Los títulos representativos de deuda se clasificarán en consideración a la solvencia del emisor, a la probabilidad de no pago del capital e intereses, a las características del instrumento y a la información disponible para su clasificación, en categorías que serán denominadas con las letras AAA, AA, A, BBB, BB, B, C, D, y E, si se tratare de títulos de deuda de largo plazo, y con las letras N-1, N-2, N-3, N-4 y N-5, si se tratare de títulos de deuda de corto plazo*”. Las categorías mencionadas en el artículo recién citado, van desde la mejor clasificación, hasta la más deficiente, en función de la probabilidad de pago de capital e intereses y del impacto que podrían tener en dicha capacidad de pago los cambios producidos en el emisor o en la industria en la cual éste se encuentra inserto.

1.5.5. Agentes reguladores y fiscalizadores.

Respecto a los agentes reguladores y fiscalizadores del Mercado de Valores chileno, debemos señalar que estos pueden dividirse en dos grandes grupos de entidades reguladoras: (i) **Reguladores Privados** y (ii) **Reguladores Públicos**. Distinción que cabe precisar, no dice relación con el ámbito de regulación, sino más bien, con el tipo de personalidad jurídica que adoptan cada una de ellas, esto es, personas jurídicas privadas y personas jurídicas de Derecho Público.

(i) En cuanto a los primeros –reguladores privados-, estos corresponden básicamente a las “**Bolsas de Valores**”. Si bien cierta doctrina ha

entendido que en este grupo se ubicarían también las “Clasificadoras de Riesgo” y las firmas de “Auditores Externos”, consideramos que dichas entidades corresponden más bien a entidades de apoyo a la información, las que fueron analizadas con anterioridad.

Respecto a las Bolsas de Valores, por ahora sólo diremos que si bien son definidas en el artículo 38 de la Ley de Mercado de Valores, su rol fiscalizador y regulador está consagrado en el artículo 39 del mismo cuerpo legal, el cual señala que *“Las bolsas de valores deberán reglamentar su actividad bursátil y la de los corredores de bolsa, vigilando su estricto cumplimiento de manera de asegurar la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente”*.

Un estudio más profundo de las Bolsas de Valores será abordado posteriormente, en atención a la relevancia que presentan para este trabajo, como los principales agentes autorreguladores del Mercado de Valores.

(ii) En cuanto a las entidades públicas que regulan el Mercado de Valores, ellas son principalmente: (a) La Superintendencia de Valores y Seguros; (b) La Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (**“SBIF”**); (c) El Banco Central; y, (d) La Superintendencia de Pensiones (**“SP”**).

(a) **Superintendencia de Valores y Seguros.** Respecto a la SVS, a todas luces es la institución reguladora de carácter público que presenta mayor relevancia en la supervisión del Mercado de Valores, y es en atención a ello, que por ahora sólo adelantaremos que según la definición entregada por la Ley Orgánica de la SVS en su artículo 1, ella corresponde a una *“institución autónoma, con personalidad jurídica y patrimonio propio, que se relacionará con el Gobierno a través del Ministerio de Hacienda”*.

El desarrollo y análisis de esta institución será abordado en el capítulo siguiente de esta exposición –Capítulo II- denominado “La Superintendencia de Valores y Seguros, rol y atribuciones en el Mercado de Valores”, debido a que esta institución representa un pilar central para las materias tratadas en este trabajo.

(b) **Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.** Tal como la define el artículo 1 de la Ley General de Bancos, la SBIF es *“una institución autónoma, con personalidad jurídica, de duración indefinida, que se regirá por la presente ley, y se relacionará con el Gobierno a través del Ministerio de Hacienda”*.

La vinculación de la SBIF con el Mercado de Valores se debe a que la Ley General de Bancos, específicamente en su artículo 2, la obliga a desempeñar la *“fiscalización, del Banco del Estado, de las empresas bancarias, cualquiera que sea su naturaleza y de las entidades financieras cuyo control no esté encomendado por ley a otra institución”*, todo esto, en resguardo de los depositantes u otros acreedores, y del interés público comprometido.

De esto se desprende que a la SBIF no le son indiferentes las distintas operaciones que puedan realizar las entidades bajo su fiscalización al interior del Mercado de Valores.

(c) **Banco Central.** Tal como lo define el artículo 1 de la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central, *“El Banco Central de Chile es un organismo autónomo, de rango constitucional, de carácter técnico, con personalidad jurídica, patrimonio propio y duración indefinida”*.

El principal objetivo del Banco Central está consagrado en el artículo 3³³ de su mencionada Ley Orgánica, y básicamente consiste en: (i) velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos; (ii) regular la cantidad de dinero y de crédito en circulación; (iii) ejecutar operaciones de crédito y cambios internacionales; (iv) dictar normas en materia monetaria, crediticia, financiera y de cambios internacionales.

De lo dicho en el mencionado artículo, se desprende que para que el Banco Central pueda llevar adelante su función, necesariamente debe considerar lo que sucede al interior del Mercado de Valores, ya que cada una de las mencionadas funciones está directamente determinada por lo que en él acontezca. Más específicamente, el Banco Central tiene una participación activa en todo lo relacionado con los American Depositary Receipts, en las restricciones a las posiciones netas de los inversionistas institucionales locales en el exterior, y en lo relacionado a los flujos de capitales para esas inversiones.

(d) **Superintendencia de Pensiones.** La Superintendencia de Pensiones es un organismo público descentralizado, el cual fue creado por la Ley N° 20.255 como entidad sucesora y continuadora legal de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, y está consagrado en el artículo 46 del mencionado cuerpo legal.

Esta entidad, corresponde al organismo contralor de carácter autónomo, que representa al Estado al interior de nuestro sistema de pensiones, y se

³³ "**Artículo 3°.** El Banco tendrá por objeto velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. Las atribuciones del Banco, para estos efectos, serán la regulación de la cantidad de dinero y de crédito en circulación, la ejecución de operaciones de crédito y cambios internacionales, como, asimismo, la dictación de normas en materia monetaria, crediticia, financiera y de cambios internacionales."

relaciona con el Presidente de la República por intermedio del Ministerio del Trabajo y Previsión Social, a través de la Subsecretaría de Previsión Social.

El principal objetivo que corresponde desempeñar a la SP, es supervigilar y controlar el sistema de pensiones solidarias que administra el Instituto de Previsión social, a las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) y a la Administradora de Fondos de Cesantía (AFC). Así está dispuesto en el artículo 47 de la mencionada ley.

Es a partir de este objetivo que se desprende el principal vínculo de esta entidad con el Mercado de Valores, ya que como sabemos, las Administradoras de Fondos de Pensiones están obligadas a invertir los fondos de pensiones en el Mercado de Valores –principalmente en el chileno-, en aquellos instrumentos financieros que la ley autoriza expresamente.

1.6. La Administración y su rol en el Mercado de Valores.

En términos generales, la Administración del Estado ("**Administración**") se caracteriza o incluso podría ser definida como la vía por la cual se lleva a la práctica ciertos mandatos generales, planes, programas o políticas, esencialmente de carácter público, es decir, orientados todos a un interés general y común.

En este sentido, la Administración representa por una parte el ámbito en el cual se gestan los actos de producción jurídica complementarios, en aplicación concreta del acto de producción jurídica primario y abstracto contenido en la norma legislativa. Es decir, es un medio de concreción del mandato general y abstracto entregado por la ley. Por otra parte, la Administración también se

concibe como un mecanismo por el cual aterrizan los distintos programas, planes o políticas de carácter público, esto es, es el medio por el cual se concretizan las políticas públicas.

Sin duda, en ambos sentidos la Administración se manifiesta y relaciona con el Mercado de Valores. Sin embargo, creemos que es en el segundo sentido mencionado, que la Administración representa mayor relevancia y nexo con la materia objeto de la presente exposición, en la medida en que el desarrollo del Mercado de Valores se encuentra circunscrito a su vez, en un marco más general dado por la Política Económica del país, la que ciertamente está determinada por la Administración, lo que queda de manifiesto principalmente en la función que cumplen las distintas entidades reguladoras mencionadas sobre el final del punto inmediatamente anterior.

En este sentido, en un sistema de regulación mixta del mercado, como el que se aplica actualmente en nuestro país, vemos que si bien un eje central en la regulación del mercado está dado por las normas emanadas de sus propios participantes -principalmente de las Bolsa de Valores- esto se complementa o se circunscribe a su vez a la regulación entregada por entes reguladores pertenecientes a la Administración, tales como las Superintendencias (SBIF; SP y SVS), organismos administrativos de carácter descentralizados, y el Banco Central, órgano de carácter autónomo.

En relación a lo anterior, si bien este sistema mixto se contrapone a los pilares fundamentales de un modelo puro de economía de mercado, el cual se revela ante cualquier tipo de intervencionismo externo a sus propias reglas, la mixtura e integración de la Administración al engranaje regulatorio del mercado, no es otra cosa que consecuencia de las falencias históricas que el modelo de economía de mercado ha evidenciado de manera elocuente.

Llevado al contexto nacional, el principal organismo administrativo al cual se le ha encomendado la misión de velar por el cuidado y supervisión del Mercado de Valores es a la SVS, la que tal como veremos en el capítulo siguiente de esta exposición, interviene en el mercado en sus distintas fases y en ejercicio de diferentes potestades, desde una función de carácter preventiva, hasta el ejercicio de la Potestad Sancionadora de la Administración, función eminentemente reactiva.

CAPÍTULO II. LA SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS, ROL Y ATRIBUCIONES EN EL MERCADO DE VALORES.

2.1. La Superintendencia de Valores y Seguros.

Desde mediados del siglo XIX, la Superintendencia de Valores y Seguros es el principal ente administrativo de nuestro país encargado de contribuir al desarrollo de los mercados *“mediante una regulación y una fiscalización eficiente, que faciliten la participación de los agentes de mercado y que promuevan el cuidado de la fe pública y el resguardo de los derechos de los inversionistas y asegurados”*³⁴.

Creada por el D.L. N° 3.538, denominado también Ley Orgánica de la SVS, es definida en su artículo 1 como una *“institución autónoma, con personalidad jurídica y patrimonio propio, que se relacionará con el Gobierno a través del Ministerio de Hacienda”*. Adicionalmente, debemos agregar que es una institución de carácter técnico, cuyos funcionarios en atención al área de estudio que abordan deben ser altamente especializados, y por lo mismo el artículo 2 del mismo cuerpo normativo señala que *“no le son aplicables las normas generales o especiales dictadas o que se dicten para regular la administración del Estado, tanto centralizada como descentralizada”*.

Cabe señalar que con anterioridad a su creación, ya existían ciertos órganos los cuales tenían por misión la supervisión del incipiente Mercado de Valores, tales como la Inspección General de Sociedades Anónimas y

³⁴ Superintendencia de Valores y Seguros. *Memoria Anual 2015* (Santiago, Chile: Superintendencia de Valores y Seguros, 2015), p. 5. (Disponible en: http://www.svs.cl/portal/publicaciones/610/articulos-22654_doc_pdf.pdf [consultado el 5 de enero de 2017]).

Operaciones Bursátiles, creada en 1928 por la Ley N° 4.404, y la Superintendencia de Sociedades Anónimas, Compañías de Seguros y Bolsas de Comercio, creada en 1931 mediante el DFL N° 251.

Organizacionalmente, a la cabeza de la SVS se encuentra el Superintendente de Valores y Seguros, nombrado por el Presidente de la República, el que tal como señala el artículo 7 del D.L. N° 3538, es *“el jefe superior de la Superintendencia de Valores y Seguros y tiene la representación legal, judicial y extrajudicial de la misma”*. A su vez, la SVS se estructura a partir de cinco grandes áreas funcionales: **(i)** Áreas dependientes del Comité Directivo; **(ii)** Área de Valores; **(iii)** Área de Seguros; **(iv)** Áreas Transversales; y, **(v)** Gestión Interna.³⁵

(i) **Áreas dependientes del Comité Directivo:** Probablemente una de las áreas más significativas para el presente trabajo se encuentra dentro de las denominadas áreas dependientes del Comité Directivo, esto es, el área de cumplimiento de mercado.

El Comité Directivo se encuentra encabezado por el Superintendente de Valores y Seguros, y lo integran los Intendentes, Fiscales y un Secretario. De este Comité dependen dos áreas: (a) Área de Cumplimiento de Mercado; y, (b) Área de Protección al Inversionista y Asegurado.

(a) El Área de Cumplimiento de Mercado, es aquella encargada de la ejecución y coordinación de la política de investigación y sanción en los mercados de valores y seguros. Es una de las áreas de la SVS que mayor atención presenta en nuestro estudio, toda vez que dentro de sus labores se encuentra la

³⁵ En atención a la materia aquí estudiada, sólo abordaremos las tres primeras áreas mencionadas, esto es, (i) Áreas dependientes del Comité Directivo; (ii) Área de Valores y (iii) Área de Seguros.

persecución de conductas calificadas como abusos de mercado, tales como el uso de información privilegiada fraudes financieros y contables, y la manipulación de mercados, así como la substanciación de los procedimientos administrativos sancionatorios³⁶.

A su vez, esta área presenta otro foco de interés para nuestra exposición, en la medida que de ella depende la Unidad de Monitoreo, que se encarga de proveer de información a las diferentes divisiones de la Intendencia de Supervisión del Mercado de Valores, tema en que, como veremos en los capítulos siguientes, se centra nuestra atención.

(b) Por su parte, el Área de Protección al Inversionista y Asegurado, tiene como misión ejecutar y coordinar la política de protección a los inversionistas y asegurados u otros interesados, velando por el respeto de la normativa aplicable en los mercados de valores y seguros.

Es un área encargada de investigar y analizar los usos y prácticas relativas a productos y servicios ofrecidos al público que puedan dar lugar a reclamos, estableciendo procedimientos para su recepción y respuesta, y le corresponde la atención y orientación de consultas vinculadas a los mercados de valores y seguros mediante distintos canales³⁷.

(ii) **Área de Valores:** El área de valores sin duda corresponde a otra de las áreas funcionales de la SVS que presenta mayor relevancia para nuestro estudio, y está integrada por (a) La Intendencia de Supervisión del Mercado de Valores; (b) Intendencia de Regulación del Mercado de Valores; y, (c) La Fiscalía de Valores.

³⁶ Superintendencia de Valores y Seguros, *Memoria Anual 2015*, p. 14.

³⁷ Superintendencia de Valores y Seguros, *Memoria Anual 2015*, p. 14.

A grandes rasgos, corresponde al área que *“tiene a su cargo la supervisión de las entidades relacionadas con el mercado de valores”*, tales como, sociedades anónimas abiertas, emisión de valores de oferta pública, bolsas de valores, intermediarios de valores, etc.

(a) Respecto a la Intendencia de Supervisión del Mercado de Valores, debemos señalar que el ámbito de acción que aborda corresponde al Mercado de Valores y sus participantes, y a la cabeza de ella se encuentra el “Intendente”, el que *“tiene a su cargo la dirección, coordinación y orientación de todas las divisiones que integran esta intendencia”*³⁸, estas son: Control de auditores externos y clasificadoras de riesgo; Control financiero de valores; Control de intermediarios de valores; Control fondos patrimoniales; y, Custodia y liquidación de valores.

(b) En cuanto a la Intendencia de Regulación del Mercado de Valores, su principal misión consiste en *“planificar, dirigir, ejecutar, coordinar y controlar las actividades de generación de las normativas e instrucciones generales del mercado de valores, aprobación de la reglamentación de las bolsas y demás entidades de infraestructura, así como el análisis de riesgos de las industrias y entidades fiscalizadas en el mercado de valores”*³⁹.

Cabe agregar, que esta intendencia está a cargo de tres divisiones. Ellas son: División de legislación y normativa; Análisis de impacto regulatorio; y, Entidades de infraestructura.

³⁸ Superintendencia de Valores y Seguros, *Memoria Anual 2015*, p. 16.

³⁹ Superintendencia de Valores y Seguros, *Memoria Anual 2015*, p. 18.

(c) Por su parte, la Fiscalía de Valores es un órgano de la SVS que tiene como principal función asesorar *“jurídicamente al Superintendente y a las Intendencias de Supervisión y Regulación de Valores en las distintas tareas y actividades de regulación y fiscalización que éstas realizan”*⁴⁰.

(iii) **Área de Seguros:** Tal como sucede con el área de valores, el área de seguros de la SVS también se divide en (a) Intendencia de Seguros; y (b) Fiscalía de Seguros.

Es un área funcional cuya relevancia radica en que tiene a su cargo la supervisión de las entidades que participan en el mercado de los seguros, tales como, las compañías de seguro y reaseguro, corredores de seguros, liquidadores de seguros, agentes administradores de fondos mutuos, etc.

(a) La Intendencia de Seguros es un órgano cuyo ámbito de acción se enfoca en el mercado asegurador y sus distintas entidades participantes (aseguradoras y reaseguradoras, corredores de seguros y reaseguro, liquidadores de seguros, etc.). Encabezado por un “Intendente” que tiene a cargo su dirección, coordinación y orientación, se compone de cinco divisiones que son: Regulación de seguros; Supervisión de seguros de vida; Supervisión de seguros generales; Riesgos de seguros; y, Control de entidades no aseguradoras;

(b) En cuanto a la Fiscalía de Seguros, ella corresponde al órgano encargado de efectuar la asesoría jurídica de la Intendencia de Seguros y del Superintendente *“en las distintas tareas y actividades de regulación y fiscalización realizadas por las unidades del área de seguros”*⁴¹.

⁴⁰ Superintendencia de Valores y Seguros, *Memoria Anual 2015*, p. 19.

⁴¹ Superintendencia de Valores y Seguros, *Memoria Anual 2015*, p. 20.

2.2. El Rol de la Superintendencia de Valores y Seguros.

Tal como lo mencionáramos, la principal misión que tiene la SVS dice relación con el desarrollo de los mercados de valores y seguros mediante una regulación y supervisión eficiente.

En este contexto, los objetivos estratégicos a través de los cuales se busca concretar dicha misión son los mencionados por la SVS en su memoria anual del año 2015⁴². Ellos son:

- i) Propender a la modernización de los estándares de regulación y fiscalización del mercado, a través de modificaciones legales y la actualización de los modelos de fiscalización;
- ii) Asegurar la entrega de información de manera continua y simétrica para todos los participantes del mercado, de modo que puedan tomar decisiones informadas;
- iii) Promover la implementación de mecanismos eficientes de gestión de riesgos, por parte de los fiscalizados, de modo tal que puedan cumplir con la normativa relativa a solvencia y conducta de mercado;
- iv) Acercar el conocimiento de sus derechos a los inversionistas y asegurados, mediante el perfeccionamiento de contenidos y vías de difusión, y con el fortalecimiento del acceso a la atención de consultas y reclamos;

⁴² Superintendencia de Valores y Seguros, *Memoria Anual 2015*, p. 5.

v) Aportar al fortalecimiento de la fe pública en el Mercado de Valores y seguros, a través del perfeccionamiento de los procedimientos relativos a la detección, investigación y sanción de infracciones.

Ahora bien, para la realización de los mencionados objetivos el legislador ha proporcionado a la SVS un conjunto de atribuciones, las que serán analizadas en la sección siguiente.

2.3. Atribuciones de la Superintendencia de Valores y Seguros.

Dentro de sus atribuciones, la SVS puede fiscalizar a una gran cantidad de entidades, todas las cuales, tienen en común que representan un grado de importancia para el mercado, y están consideradas en el artículo 3 de la Ley Orgánica de la SVS. En él se mencionan: i) Personas que emitan o intermedien valores de oferta pública; ii) Bolsas de valores mobiliarios y las operaciones bursátiles; iii) Asociaciones de agentes de valores y las operaciones de valores que éstos realicen; iv) Fondos mutuos y las sociedades que los administren; v) Sociedades anónimas y sociedades en comandita por acciones que la ley sujeta a su vigilancia; vi) Empresas de seguro y reaseguro; vii) Otras entidades o personas naturales o jurídicas que por disposición legal sean sometidas a su vigilancia.

Para llevar a cabo las funciones que se le han encomendado, el artículo 4 del D.L. N° 3.538 señala una gran cantidad de atribuciones con las que cuenta la SVS para ejercer la fiscalización, las que no deben ser consideradas taxativas, dado que el literal v) señala que esta superintendencia podrá *“ejercer las demás facultades que otras leyes o normas expresamente le confieran”*.

Ahora bien, sin entrar a analizar cada una de las atribuciones consideradas por la Ley Orgánica de la SVS, es importante mencionar que la doctrina moderna del Derecho Económico ha identificado ciertas características que resultan esenciales para una adecuada fiscalización mediante el ejercicio de ellas. Estas son: Profesionalismo; Tecnicismo; y, Selección⁴³.

Es necesario que la fiscalización sea “profesional”, ya que se necesita que los encargados de realizarla conozcan a la perfección los mecanismos mediante los que se debe efectuar, así como su objeto; debe ser “técnica”, de manera que entregue lineamientos claros acerca de la finalidad de la fiscalización, al mismo tiempo que permita que el mercado y los entes fiscalizados generen su propia autorregulación⁴⁴; y, por último, la fiscalización debe ser “selectiva”, dado que sabemos que los recursos destinados a efectuarla son limitados, por lo que deben ser maximizados en su utilización.

Sobre este último punto, resulta clave detenernos en un innovador modelo de fiscalización que busca potenciar las herramientas con las que cuenta la SVS en dicha función, así como entregarle una perspectiva diferente desde la cual ella como entidad reguladora y fiscalizadora pueda estar más acorde a las necesidades de los mercados actuales y sus dificultades. Hablamos del modelo de Supervisión Basada en Riesgos, el cuál explicaremos más en profundidad en el punto siguiente.

⁴³ Zhari, Óscar. *La Teoría de los Mercados Eficientes como Garantía de una correcta Fiscalización del Mercado de Valores*, vol. 4 (Santiago, Chile: Thomson Reuters, 2013), p. 173.

⁴⁴ Zhari, *La Teoría de los Mercados Eficientes*, p. 173.

2.4. El Modelo de Supervisión Basada en Riesgos.

2.4.1. Generalidades respecto a la Supervisión Basada en Riesgos.

Dentro del ámbito de facultades y atribuciones que posee la SVS para llevar a cabo su función, se encuentra la de definir una “Política de Fiscalización”, mediante la cual se busca que los distintos participantes regulados tengan claridad acerca de la manera en que la SVS *“ejerce sus facultades fiscalizadoras, cuáles son sus mayores preocupaciones desde el punto de vista del tratamiento de riesgos y, en función de esto, cómo distribuye sus recursos y herramientas, enfatizando las áreas de mayor riesgo”*⁴⁵.

En este contexto, recientemente la SVS ha incorporado en la fiscalización del Mercado de Valores la Supervisión Basada en Riesgos (“**SBR**”), modelo que corresponde a uno de los mecanismos más innovadores en materia de gestión de riesgos, con lo cual se suma a lo hecho con anterioridad por la misma SVS en la supervisión del mercado de seguros⁴⁶, y antes de ello, por la SBIF en el mercado bancario⁴⁷. De lo anterior, se desprende que el fundamento de la SBR es posible de ser aplicado en el monitoreo de distintas industrias o actividades, con los matices propios de cada sector y país en que se aplique.

Es una herramienta cuyo fin principal consiste en lograr la maximización de los recursos destinados a la supervisión del mercado, de modo tal que su

⁴⁵ Superintendencia de Valores y Seguros, *Memoria Anual 2015*, p. 4.

⁴⁶ Intendencia de Seguros. *Nuevo modelo de supervisión de solvencia basada en riesgos para la industria aseguradora chilena* (Santiago, Chile: Superintendencia de Valores y Seguros, 2006), p. 3. (Disponible en: https://www.svs.cl/sitio/mercados/doc/white_paper_espa06.pdf [Consultado el 5 de marzo de 2017]).

⁴⁷ Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. *Guía del proceso de supervisión bancaria* (Santiago, Chile: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, 2014), p. 3. (Disponible en: <http://www.sbif.cl/sbifweb/internet/docs/Supervision/20140310-Guia-Supervision-Bancaria.pdf> [consultado el 19 de marzo de 2017]).

utilización sea lo más eficiente posible, recogiendo y sistematizando los distintos elementos de los modelos tradicionales de supervisión.

El motivo por el cual analizaremos pormenorizadamente este sistema de supervisión se debe a que creemos que con él se puede responder de manera efectiva a las principales problemáticas que durante los últimos años ha presentado el Mercado de Valores, a partir del cambio en la lógica de la estructura de supervisión que proporciona, pasando de un sistema reactivo, cuya fragilidad y falencias han quedado en evidencia, a uno que busca atender preventivamente los posibles problemas que a futuro podrían manifestarse.

Tal como ha señalado el profesor Pfeffer, creemos que la eficiencia en la labor fiscalizadora de la SVS pasa netamente por realizar ajustes internos, priorizando la vigilancia sobre aspectos relacionados con la solvencia de los agentes y analizar sus conductas pasadas como antecedente de comportamientos futuros⁴⁸. Esto precisamente es lo que persigue la SBR.

2.4.2. La Supervisión Basada en Riesgos y su estructura procedimental.

Una de las principales ventajas de la SBR, tal como veremos más adelante, consiste en que es un enfoque que permite al órgano a cargo de realizar la supervisión, anticiparse al incumplimiento por parte de alguna de las entidades supervisadas, a diferencia de lo que sucedía con anterioridad, con modelos que simplemente se limitaban a constatar el cumplimiento del marco normativo vigente, y sancionar en caso de que no se haya hecho.

⁴⁸ Pfeffer, Francisco. "Regulación versus autorregulación. Un dilema crítico a partir del caso Banco Central – Corfo – Inverlink", *Revista Actualidad Jurídica*, n° 8 (2003): p. 267.

Para lograr esto, procedimentalmente la supervisión se divide en cuatro etapas: (i) Una primera etapa en que la entidad reguladora deberá determinar en abstracto los factores de riesgo que serán considerados para evaluar el nivel de riesgo que el fiscalizado presenta; (ii) A continuación, se procederá a realizar un análisis de riesgo de los distintos supervisados, a partir de lo cual se emitirá un reporte; (iii) Una tercera etapa en que deberá llevarse a cabo un plan de mitigación de los riesgos; (iv) Por último, una vez realizado el plan de mitigación -en caso de haber sido necesario-, el órgano supervisor volverá a evaluar al supervisado.

(i) Determinación de los factores de riesgo: El principal motivo por el que la SBR logra anticiparse al incumplimiento por parte de los supervisados, se encuentra en que los esfuerzos del supervisor se centran en el riesgo que presenta cada una de las entidades al mercado, entendiendo el riesgo como aquella probabilidad de que una entidad se desvíe del cumplimiento de los objetivos impuestos en el marco normativo vigente.

Ahora bien, una definición como la entregada puede resultar vaga a la hora de determinar el riesgo que presenta cada entidad, por lo mismo, la SBR funciona en base a factores de riesgo que deberán ser determinados previamente para entregar certeza a los supervisados. Estos factores de riesgo, corresponden al conjunto de características que presentan relevancia debido a su capacidad de hacer variar el nivel de riesgo de cada entidad. De ahí la importancia de ser sumamente cuidadosos a la hora de definirlos, pudiendo clasificarse en categorías para una mejor comprensión.

(ii) Análisis de riesgo y reporte: Una vez establecidos los factores de riesgo que serán considerados en la determinación del nivel de riesgo de los supervisados, el órgano supervisor procederá a solicitar y recibir la información

proporcionada por cada entidad, lo que principalmente se hace mediante cuestionarios, dado el carácter cualitativo de la información solicitada.

Una vez recibida toda la información necesaria, el órgano supervisor a partir de los factores de riesgo señalados, procederá a evaluar y a determinar el riesgo que presenta al mercado la entidad supervisada, a partir de una nomenclatura que igualmente deberá ser precisada con anterioridad, y hecho esto, el órgano supervisor procederá a reportar el resultado de la evaluación a la entidad correspondiente, mediante la comunicación pormenorizada que se hace a su administración.

Ahora bien, es propio del sistema que el resultado sea reportado a la entidad supervisada, sin embargo, surge la duda en relación a si debe también comunicarse al mercado en general la información relativa a la evaluación de riesgos de la compañía. Al respecto creemos que aun cuando dicha comunicación podría aumentar los niveles de información en el mercado, lo que siempre es positivo, no sería recomendable hacerlo dado que, por contrapartida, nos encontramos con dos dificultades: Por un lado, la información negativa reportada respecto de una entidad podría empeorar aún más su situación, y por otro, con ello se genera un incentivo a que las entidades sean reticentes a entregar información, lo que afecta uno de los principios básicos del enfoque de SBR, como lo es, la colaboración.

(iii) Aplicación de plan de mitigación de riesgos: Algo propio del enfoque de SBR es que no todas las entidades supervisadas pasen por esta tercera etapa referida a la aplicación de medidas que tiendan a reducir los riesgos que presenta una entidad.

Esto se debe a que, como anticipáramos, la SBR posee como objetivo central el enfocar los recursos que posee el órgano supervisor en aquellas entidades que manifiestan mayor riesgo, desplazando así, recursos desde la entidades menos riesgosas hacia las más riesgosas.

En atención a lo anterior, en esta etapa se adoptarán las medidas tendientes a reducir los riesgos presentes en aquellas entidades riesgosas, medidas que básicamente dependerán de los factores de riesgo comprometidos, según lo arrojado por la evaluación realizada por el órgano supervisor.

(iv) Revaluación del supervisado: Por último, una cuarta etapa de la estructura procedimental dice relación con una evaluación que se le realizará al supervisado con posterioridad a la aplicación del plan de mitigación correspondiente, cuya finalidad consiste en constatar si las medidas de mitigación adoptadas han producido el resultado esperado, disminuyendo los riesgos. Adicionalmente, debemos señalar que esta nueva evaluación determinará el nivel de supervisión que hacia el futuro deberá aplicarse a la entidad en cuestión, por parte del órgano administrativo.

2.4.3. Principios de la Supervisión Basada en Riesgos.

Establecida la estructura procedimental, nos corresponde analizar los principios que se desprenden del modelo de SBR, dentro de los cuales debemos considerar principalmente los siguientes: (i) Especial atención a la gestión de riesgos y control interno; (ii) Evaluación flexible de los riesgos; (iii) Análisis de información cualitativa respecto a los riesgos; (iv) Fortalecimiento de los gobiernos corporativos; (v) Autorregulación y cooperación del supervisado.

(i) El modelo de SBR posee como eje central el análisis de la gestión de riesgos llevada a cabo por las compañías supervisadas mediante su control interno, puesto que de ello dependerá la necesidad de intervención por parte del órgano supervisor.

Para dar efectivo cumplimiento de este principio, se hace especial énfasis en que el órgano supervisor se enfoque en determinar si el supervisado *“cuenta con adecuadas herramientas de control y gestión de estos riesgos y si tiene los mecanismos de supervisión para que estos controles y herramientas se apliquen adecuadamente”*⁴⁹.

Con ello el sistema determina el nivel de riesgo de cada entidad, al mismo tiempo que enfoca los recursos de la autoridad en aquellos supervisados que, según la información procesada, mayor riesgo presentan.

(ii) Un segundo principio del modelo de SBR consiste en establecer una metodología de evaluación de la gestión de riesgos que sea flexible, de modo tal que atienda a las distintas aristas que pueden variar respecto de cada una de las compañías supervisadas, a diferencia de lo que sucede con un sistema estricto.

Al consagrar este principio, la SBR reconoce que no existe una *“receta única para gestionar los riesgos y que el tipo, grado de desarrollo o complejidad de las herramientas y esquemas internos de gestión de riesgos va a depender del tipo y nivel de operaciones y negocios que efectuó la compañía”*⁵⁰. Por ello, bajo la SBR la metodología de evaluación implementada deberá evitar la adopción de criterios pormenorizados, y en su reemplazo, se sustentará en

⁴⁹ Intendencia de Seguros, *Nuevo modelo de supervisión*, p. 27.

⁵⁰ Intendencia de Seguros, *Nuevo modelo de supervisión*, p. 27.

principios y criterios generales que puedan moldearse a cada una de las compañías fiscalizadas haciéndose cargo de sus diferencias.

(iii) Pero una metodología de evaluación flexible de la gestión de riesgos sólo resulta procedente si al mismo tiempo se acompaña con la adopción de criterios cualitativos de análisis de la información. Precisamente aquello constituye el tercer principio que abordaremos.

El modelo de supervisión aplicado anteriormente en el Mercado de Valores era esencialmente cuantitativo respecto a los criterios utilizados para analizar la información, basándose principalmente en el procesamiento de la información contable y financiera de cada compañía.

En contraposición a aquello, uno de los principios en que se sustenta la SBR es el de la implementación de variables cualitativas en el desarrollo de dicha tarea. Lo que se persigue con ello, es responder a la necesidad de evaluar los riesgos de un modo verdaderamente comprensivo del mercado y de las características de los supervisados.

Un sistema basado en criterios cuantitativos simplemente se limita a determinar la solvencia de la compañía, lo que si bien es relevante, sólo es uno de los criterios a considerar, dejando fuera un conjunto de otras variables de igual o mayor importancia. Esto último no sucede con la adopción de criterios cualitativos, los que adicionalmente, logran incorporar variables o factores de riesgo, tales como la conducta de mercado, la inexistencia de fraudes, los riesgos operativos, entre otras.

(iv) Un cuarto principio en que se funda la SBR, es el fortalecimiento de los gobiernos corporativos de las compañías supervisadas.

Según este enfoque, las principales encargadas de realizar una adecuada gestión de los riesgos son precisamente las compañías supervisadas, en especial sus directorios como principales responsables de su administración.

El compromiso que pueda tener el directorio respecto a la adopción de un gobierno corporativo robusto resulta de vital importancia, puesto que de ello dependerán los lineamientos generales a los cuales se someterá cada compañía en su accionar, lo que consecuentemente, también determinará el nivel de riesgo hacia el mercado que ellas reportarán.

La gestión de riesgos de cada uno de los supervisados está en directa sintonía con el nivel de adecuación del gobierno corporativo con el que cuentan. Es decir, si una compañía presenta un gobierno corporativo fuerte, el nivel del riesgo que ésta presentará será bajo, y por ende, la supervisión hacia ella también lo será. A la inversa, las compañías con gobiernos corporativos deficientes serán consideradas más riesgosas, y por tanto, deberán ser sometidas a mayor intervención.

(v) Por último, muy vinculado al principio anterior, debemos considerar un quinto principio que se refiere a la importancia del rol de la autorregulación de las compañías, y que hemos dejado para el final en atención a la relevancia que presenta para nuestra exposición.

Es el directorio y la gerencia de cada entidad fiscalizada quienes son *“los responsables de una adecuada administración general de la compañía y de establecer los mecanismos de monitoreo, evaluación y mitigación de los riesgos que enfrentan”*⁵¹, a partir del conocimiento del negocio que realizan.

⁵¹ Intendencia de Seguros, *Nuevo modelo de supervisión*, pp. 28-29.

Por ello, la SBR entrega un amplio terreno a la regulación autoimpuesta por los entes de administración, en relación a sus sistemas operacionales, gobierno corporativo, gestión de riesgos, entre otros. En este punto, claro está, siempre se debe mantener la vigilancia de la autoridad supervisora, pero su intervención sólo se remitirá a los casos en que el riesgo así lo exija.

2.4.4. Ventajas de la Supervisión Basada en Riesgos.

La SBR es un enfoque que reporta importantes beneficios en la regulación de los mercados. Entre ellos debemos considerar: (i) Solución preventiva a los problemas; (ii) Fortalecimiento de los sistemas de gestión interna de los supervisados; (iii) Regulación más flexible; (iv) Renovación del rol de la sanción ante los delitos económicos; y, (v) Asignación eficiente de los recursos.

(i) Una de las principales ventajas que entrega el enfoque de SBR, dice relación con que actúa de una manera que permite el *“uso de la acción del supervisor con anticipación a que se manifieste un incumplimiento de la regulación por parte de alguna de las entidades supervisadas (enfoque ex-ante)”*⁵², a diferencia de lo que sucede con los modelos tradicionales de supervisión, los que en su mayoría, ponen la atención en la detección de los incumplimientos para poder proceder a la sanción de los infractores, es decir, funcionan bajo una lógica reactiva ex post.

⁵² Lazen, Vicente. *Introducción a la Supervisión Basada en Riesgos* (Santiago, Chile: Superintendencia de Valores y Seguros, 2004), p. 5. (Disponible en: https://www.svs.cl/portal/publicaciones/610/articles-15030_doc_pdf.pdf [consultado el 15 de diciembre de 2016]).

De esta manera, la SBR se constituye como una herramienta sumamente eficaz en la prevención de ilícitos, monitoreando de manera eficiente los riesgos generados por las distintas compañías, y adoptando medidas preventivas oportunas que sirvan para mitigar los riesgos en caso de ser necesario.

(ii) Para la SBR la forma y la calidad de la administración de las compañías supervisadas no es algo ajeno, muy por el contrario, el tratamiento de riesgos llevado por ellas, tiene un rol protagónico como factor a considerar en la determinación del nivel de riesgo que presenta cada entidad.

Ahora bien, para nadie es desconocido que las compañías generalmente son reticentes a la supervisión constante del órgano fiscalizador, y por lo mismo, la SBR proporciona un doble incentivo para fortalecer sus sistemas de gestión interna. No sólo presenta el incentivo lógico de dar cumplimiento a la regulación establecida, sino que adicionalmente, entrega a las compañías la posibilidad de que a partir del desarrollo de adecuados procedimientos de gestión y de una correcta preocupación por la mitigación de riesgos, el monitoreo del órgano supervisor disminuya, al enfocarse en aquellas entidades que presenten mayor riesgo al mercado.

Es decir, es un modelo que presenta un incentivo a que los participantes mejoren sus prácticas, consagrando así un cambio de *“mentalidad en ésta área, dado que estimula el trabajo conjunto del regulador y la empresa para prevenir – más que castigar- resultados concretos en base a las matrices de riesgo individuales”*⁵³.

⁵³ Arancibia, Jaime y González Marco. *Control Judicial de la Autoridad Financiera y Supervisión Basada en Riesgo* (Santiago, Chile: Thomson Reuters, 2013), p. 64.

(iii) Muy vinculado al beneficio anterior, vemos que desde el punto de vista de las entidades supervisadas, la SBR les entrega la oportunidad de que lleven a cabo una regulación más flexible en comparación a la regulación tradicional enfocada en el cumplimiento de normas.

Esto se debe a que bajo el enfoque de la SBR, las compañías alcanzan mayor libertad en la definición de sus políticas de riesgo y en el desarrollo de sus planes de negocio, lo que a su vez, permite fomentar el desarrollo y profundidad del Mercado de Valores.

(iv) Probablemente la ventaja con ribetes más teóricos, y por lo mismo más discutible de ser tratada como tal, corresponde al hecho de que el enfoque de SBR trae consigo una renovación del rol de la sanción impuesta a los delitos económicos.

El fundamento de esto, estaría dado en que en la medida que el órgano administrativo encargado de ejercer la supervisión se antepone a la realización de las conductas que pueden afectar al mercado, se consagra un papel distinto de la sanción, convirtiéndola en un instrumento de *última ratio*, evitando así, *“recurrir a la sanción para cumplir objetivos públicos ajenos al castigo o reparación, como la simple fiscalización, la publicidad de nuevos estándares, o la regulación general por la vía del temor”*⁵⁴.

(v) Por último, debemos hacer alusión a la ventaja que a nuestro juicio es el aporte más relevante que entrega la SBR, esto es, la eficiencia en la asignación de los recursos disponibles, los que siempre son limitados.

⁵⁴ Arancibia y González, *Control Judicial de la Autoridad Financiera*, p. 65.

La SBR funciona identificando el nivel de riesgo que presenta al mercado cada una de las entidades. Esto permite que el órgano supervisor enfoque los recursos disponibles en aquellas entidades más riesgosas, desplazando recursos que de otra forma serían utilizados en la fiscalización de entidades menos riesgosas. Es decir, lo que busca este modelo, es redirigir recursos desde aquellos participantes que según la información que maneje el órgano supervisor posean un bajo riesgo, hacia aquellos que presenten un alto riesgo para el mercado.

En síntesis, el conjunto de ventajas que la implementación de un enfoque de SBR entrega, representan un cambio metodológico basado en el trabajo preventivo, que difiere del tradicionalmente utilizado, que es reactivo, y entrega a los participantes del mercado un mayor grado de compromiso y responsabilidad, al mismo tiempo que los deja atados por sus decisiones.

2.4.5. Desafíos y Dificultades de la Implementación de la Supervisión Basada en Riesgos.

La SBR es un mecanismo complejo, basado en el constante monitoreo de las entidades fiscalizadas, a partir de distintos componentes cualitativos dispuestos previamente por el órgano supervisor, los cuales como se ha señalado, atienden principalmente a criterios de gestión de riesgo, procedimientos de control interno, niveles de gobierno corporativo de cada una de las entidades, entre otros.

Los principales desafíos respecto de los cuales la introducción del enfoque de SBR debe hacerse cargo, son: (i) El alto nivel de capacidad técnica con que debe contar el órgano supervisor, y (ii) La adopción de un procedimiento

metodológico eficiente que permita hacerse cargo de la evaluación de antecedentes.

(i) En relación al primero de estos desafíos, debemos señalar que la SBR al exigir la captación e interpretación de gran cantidad de información cualitativa proveniente de las entidades fiscalizadas, debe contar con personal calificado cuyos conocimientos técnicos en la materia sean del más alto nivel, en especial al considerar la complejidad de la información que se recibe y analiza.

Por ello, es fundamental establecer el grado de capacidad técnica con que cuenta el órgano administrativo supervisor, previo a la implementación de la SBR, ya que de ello dependerá la intensidad con que deberán adoptarse medidas tendientes a capacitar al personal propio del supervisor, o bien, jugarse por la contratación de asesorías externas que colaboren con dicha tarea.

Ahora bien, respecto de esto último, debemos precisar que siempre será necesario adoptar medidas, ya que aún cuando el estándar de conocimiento del personal de la SVS sea elevado, la SBR es un modelo que exige una especialización constante en el tiempo. Es decir, en caso de que la SVS presente falencias previo a su implementación, deberán adoptarse medidas destinadas a alcanzar un adecuado nivel, sin perjuicio de que una vez que se pone en marcha la SBR, el perfeccionamiento por parte de quienes la efectúen deberá ser permanente.

(ii) Por su parte, un segundo desafío que surge al implementar la SBR, dice relación con la adopción de un adecuado procedimiento metodológico de evaluación, el que deberá ser claro y eficiente de modo que entregue consistencia a las evaluaciones de las distintas entidades fiscalizadas.

El establecimiento de una metodología de análisis y de criterios de evaluación, resulta de vital importancia para el éxito del modelo de SBR, puesto que ello no sólo contribuye a que las entidades fiscalizadas puedan hacerse cargo de las exigencias impuestas por la SVS, identificando y evitando los principales factores de riesgo, sino que adicionalmente, favorece la transparencia en la evaluación de los riesgos de cada entidad, y disminuye el ámbito de discrecionalidad del órgano administrativo, lo que históricamente ha sido una de las principales preocupaciones de los participantes del mercado.

La confianza y la transparencia en la definición del procedimiento aplicable y de los criterios utilizados, es algo fundamental para el sistema, puesto que su éxito depende en buena parte de la entrega de información que realizan los supervisados, los que generalmente intentan mantener distancia del órgano administrativo fiscalizador. Por ello, en este punto debemos agregar otro factor a la estructura organizacional del sistema, esto es, la necesidad de que cuente con mecanismos de control de calidad que permitan vigilar y constatar que las evaluaciones se apeguen a la metodología establecida y sean consistentes con los criterios determinados previamente.

2.5. Potestades y Funciones de la Superintendencia de Valores y Seguros.

Vistos los objetivos estratégicos y las atribuciones de las que dispone la SVS para lograrlos, nos corresponde ahora examinar las distintas potestades que detenta la SVS por disposición del legislador para llevar a cabo su tarea, y las funciones que realiza con el objeto de generar confianza pública y las condiciones adecuadas para la creación, implementación y promoción de diversas iniciativas para el desarrollo del mercado.

Para cumplir con ello, la SVS posee ciertas potestades, cada una de las cuales encuentra su correlativo en las principales funciones que realiza, dentro de las cuales debemos considerar las siguientes:

i) La “Potestad Normativa”, que corresponde a aquella por la cual la SVS complementa el marco regulatorio para el mercado en cumplimiento de su función regulatoria, y que se materializa en la dictación de normativa especial para el mismo y sus participantes.

Dicha potestad propicia el cumplimiento de otra de las principales funciones de la SVS, la que dice relación con el desarrollo y promoción de los mercados. En atención a ella, la SVS mediante su potestad normativa debe impulsar e implementar diversas iniciativas que apunten al fortalecimiento del mercado.

Estas funciones se manifiestan en las distintas facultades del artículo 4 del D.L. N°3538, sin perjuicio de otras disposiciones contenidas en el mismo cuerpo normativo y otras leyes reguladoras del mercado.

La disposición más relevante en esta materia se encuentra en la letra a) del mencionado artículo 4, en donde se señala que entre las atribuciones con las que cuenta la SVS se considera la de *“fijar normas, impartir instrucciones y dictar órdenes para su aplicación y cumplimiento”*. A su vez, se complementa con otros literales del mismo artículo, tales como las letras e), i), k) y u);

ii) La “Potestad Fiscalizadora”, que corresponde a aquella por la cual la SVS efectúa el control y la supervisión de todas las actividades y entidades que participan en el Mercado de Valores, y se asegura que cada una de ellas

actúe en completo cumplimiento de la normativa legal, reglamentaria y administrativa relativa a la regulación del mercado y sus participantes.

El ejercicio de esta potestad se vincula directamente con las atribuciones que el artículo 4 del D.L. N°3538 entrega a la SVS en sus literales b), d), f), g), k). A este respecto, nos parece que de las mencionadas disposiciones las más representativas de la potestad fiscalizadora corresponden a los literales b), d) y f).

El literal b) del mencionado artículo, señala que dentro de las atribuciones de la SVS se encuentra la facultad de *“investigar las denuncias o reclamos formulados por accionistas, inversionistas u otros legítimos interesados, en materia de su competencia, determinando los requisitos o condiciones previas que deban cumplir para entrar a conocer de ellas”*.

Por su parte, el literal d) dispone que la SVS podrá *“examinar todas las operaciones, bienes, libros, cuentas, archivos y documentos de los sujetos o actividades fiscalizados y requerir de ellos o de sus administradores, asesores o personal, los antecedentes y explicaciones que juzgue necesarios para su información”*.

Por último, en el literal f) se consagra de una manera más genérica, la potestad de la SVS relativa la supervisión de los participantes del mercado, al señalar que dentro de sus atribuciones se encuentra la de *“inspeccionar, por medio de sus empleados o de auditores externos, a las personas o entidades fiscalizadas”*;

iii) La “Potestad Sancionadora”, en términos amplios, corresponde a la facultad de la que está equipada la SVS para aplicar las sanciones derivadas del

incumplimiento o infracción de la normativa relativa al Mercado de Valores y sus participantes, como consecuencia de una debida investigación.

Esta potestad presenta esencial relevancia a la hora de definir un adecuado sistema de regulación de mercado, y corresponde a una de las constantes tensiones presentes en los sistemas mixtos de regulación, como el implementado en nuestro país, ya que no se ha zanjado la disputa relativa a si deben primar las sanciones impuestas por los organismos autorreguladores, las sanciones del ente estatal correspondiente, o si bien, ambas sanciones se ubican en niveles normativos distintos, y por tanto, no se vulneraría el principio del non bis in ídem en juego, resultando compatible la aplicación de ambas sanciones como consecuencia de un mismo incumplimiento.

En atención a lo anterior, en la presente sección no profundizaremos mayormente en analizar la Potestad Sancionadora de la SVS, puesto que el próximo capítulo se destinará por completo a desarrollar dicha tarea.

2.6. El Futuro de la Superintendencia de Valores y Seguros.

Una vez analizados pormenorizadamente los distintos elementos relativos a la SVS, no podemos dejar de mencionar una reforma cuyas normas entrarán en vigencia a más tardar en el mes de agosto del año 2018, y que trae repercusiones directas a la institucionalidad de la SVS y la forma en la que actualmente es concebida. Estamos haciendo alusión a la Ley N° 21.000 que crea la Comisión para el Mercado Financiero ("**CMF**"), entidad colegiada y con mayor grado de autonomía, que busca supervisar el mercado financiero con una mirada general y sistemática, que asegure su correcto funcionamiento y desarrollo.

La Ley N° 21.000 fue publicada en el Diario Oficial el día 23 de febrero de 2017, y tal como señala su Artículo primero transitorio, las normas que regulan la CMF entrarán en vigencia en el mes de agosto del año 2018 o cuando entre en funcionamiento la CMF, si esto último ocurriese con anterioridad.

En este sentido, cabe precisar que el proyecto original, ingresado a la Cámara de Diputados mediante Mensaje del Ejecutivo con fecha 2 de julio de 2013, proponía la creación de una Comisión de Valores y Seguros, órgano que en lo sustancial, reemplazaría a la SVS, incorporando interesantes modificaciones a ella, pero sin aportar una mirada global del mercado financiero, como la que entrega la CMF.

Ahora bien, aún cuando bajo la Ley N° 21.000, la CMF tendrá competencia exclusivamente sobre el mercado de valores y seguros, reemplazando a la SVS, lo cierto es que ello va acompañado de una manifiesta intención de que a futuro extienda su competencia al mercado bancario, previa modificación de la Ley General de Bancos. Por lo mismo, creemos que con la creación de la CMF, los distintos elementos previamente analizados relativos a la SVS en caso alguno se eliminan o desvirtúan, sino que muy por el contrario, esta reforma busca potenciarlos y entregarles un enfoque acorde a las exigencias actuales del mercado, con una mirada más global.

De ninguna manera la creación de la CMF hace estéril o inútil las palabras hasta aquí referidas a la SVS, sino que sirven de base para entender los cambios que presentará esta nueva institucionalidad, muy en la línea de lo que hemos sostenido a lo largo de esta exposición.

Dejando claro que la realización de un estudio profundo de la futura CMF excede por mucho el objeto de nuestra exposición, de todas maneras intentaremos entregar un panorama general en relación a qué es la CMF, así como las principales modificaciones o innovaciones que presenta.

2.6.1. ¿Qué es la Comisión para el Mercado Financiero?

De la Ley N° 21.000 que crea la CMF podemos desprender que ésta corresponde a un servicio público descentralizado y especializado con personalidad jurídica y patrimonio propio, el cual estructuralmente será un órgano colegiado compuesto por 5 miembros, en principio, los que constituirán el “Consejo” encargado de la dirección y administración del órgano. La CMF será considerada para todos los efectos la sucesora y continuadora legal de la Superintendencia de Valores y Seguros, con todos sus derechos, obligaciones, funciones y atribuciones.

De lo anterior, podemos desprender que la CMF corresponderá a un organismo público de carácter administrativo, a los que la doctrina ha denominado como “Agencias Independientes”, y cuya principal característica radica en el alto grado de autonomía del cual gozan en el ejercicio de sus funciones, principalmente motivado por el campo en el cual deben actuar, en este caso, la regulación y supervisión del mercado financiero en general. En palabras de los profesores Cordero y García, las agencias independientes corresponden a organizaciones que *“están configuradas legalmente de forma que el gobierno y el resto de la Administración gubernativa carecen de las facultades de dirección que configuran típicamente su relación con la Administración”*⁵⁵, con el objeto de desvincularse de cierta manera del Poder Ejecutivo.

⁵⁵ Cordero, Luis y García, José Francisco. “Elementos para la discusión sobre agencias independientes en Chile. El caso de las Superintendencias”, *Anuario De Derecho Público Universidad Diego Portales*, vol. 1, n° 1 (2012): p. 420.

Dentro de las modificaciones que introduce la Ley N° 21.000 y que determinan la estructura del nuevo órgano, se encuentra el hecho de que se reemplaza la figura del Superintendente, el que es sustituido por un ente colegiado compuesto por un Presidente, el que es nombrado por el Presidente de la República y que permanecerá en ejercicio de dicho cargo mientras dure el mandato presidencial de aquel Presidente de la República que lo nombró. Los demás miembros serán elegidos por el Presidente de la República, con acuerdo de los 4/7 de los Senadores en ejercicio, permaneciendo en dicho cargo por un periodo de 6 años, mediante una designación escalonada cada 3 años, permitiéndose su reelección, así como la del presidente, sólo por un nuevo periodo.

Por último, debemos señalar que los cargos mencionados no podrán ser removidos discrecionalmente, medida que busca garantizar la autonomía de la CMF.

Ahora bien, derechamente en un plano más teórico, debemos señalar que la intención de crear una CMF en buena medida está determinada por el hecho de que el modelo de “Superintendencias” y su gran proliferación, poco a poco ha hecho que aquella institucionalidad vaya quedando obsoleta y desnaturalizada, lo que se explica en que el *“modelo actual se basa en uno semejante al de cualquier servicio público, lo que afecta sensiblemente los propósitos de buenos diseños institucionales en este tipo de instituciones”*⁵⁶.

⁵⁶ Cordero y García, “Elementos para la discusión sobre agencias”, p. 415.

2.6.2. Objeto y Competencia de la Comisión para el Mercado Financiero.

En breves palabras, la misión que se busca cumplir con la creación de la CMF básicamente son dos: (i) Velar por el correcto funcionamiento, desarrollo y estabilidad del mercado financiero en términos globales, facilitando la participación de los distintos agentes del mercado y promoviendo el cuidado de la fe pública, evidenciando un manifiesto resguardo a la confianza como pilar fundamental en este rubro; y, (ii) Asegurar que las personas o entidades fiscalizadas, de principio a fin, desde su iniciación hasta el término de su liquidación, cumplan con las leyes, reglamentos, estatutos y otras disposiciones que los rijan. Es decir, supervigilar que todos los participantes del mercado cumplan con la normativa aplicable.

Por su parte, en lo que dice relación a la competencia de la CMF, quedarán sujetas a su fiscalización, las personas y entidades que participan en el mercado de valores y seguros, excluyendo a las entidades sometidas a la fiscalización de las SBIF y aquellas supervisadas por la SP. Todo esto, como hemos venido diciendo, sólo en una primera instancia, puesto que existe una intención clara a que su competencia progresivamente se expanda también a dichos mercados.

2.6.3. Principales modificaciones que introduce la creación de la Comisión para el Mercado Financiero.

En relación a las modificaciones o innovaciones que trae consigo la creación de la CMF, debemos señalar que son bastantes, y dentro de ellas encontramos modificaciones que a nuestro juicio son formales, no por ello poco relevantes, y otras de fondo, las que para efectos de nuestro trabajo presentan mayor interés.

En relación a las primeras, podemos mencionar que: (i) Se transforma la estructura de la SVS, pasando a convertirse en un órgano colegiado, el cual ya fue explicado en el punto anterior; (ii) En cuanto a la composición del Consejo, el Presidente del Consejo será nombrado por el Presidente de la República, y permanecerá en dicho cargo durante el periodo que dure el su mandato presidencial, mientras que los demás miembros serán elegidos por el Presidente de la República con acuerdo de 4/7 de los senadores en ejercicio, permaneciendo en dicho cargo por 6 años.

Ahora, entrando a las modificaciones de fondo, debemos señalar que la creación de la CMF en buena medida fue motivada por una intención de mejorar tanto aspectos normativos como sancionatorios encargados al órgano administrativo correspondiente, que hasta ahora era la SVS.

(i) Desde el punto de vista normativo, la implementación de un órgano colegiado a cargo de realizar dicha función, permitirá que se de paso a una mayor capacidad regulatoria y con mayor aceptación por parte de los fiscalizados, en la medida que un órgano con tales características entrega mayores garantías tanto en la calidad de la regulación emanada de él, así como de su imparcialidad. En este punto, un importante avance se encuentra en la posibilidad de la CMF de proponer al Presidente de la República, a través de Ministerio de Hacienda, la dictación de normas legales y reglamentarias que estime necesarias, lo que es contemplado por la Ley N° 21.000.

Una importante garantía al respecto, se encuentra en el hecho de que la nueva ley también considera un sistema de evaluación de impacto regulatorio, exigiendo que las normas dictadas por la CMF posean estudios previos que califiquen su conveniencia.

(ii) En cuanto a la función sancionadora, vemos que actualmente una de las mayores críticas por parte de los fiscalizados radica en el hecho de que tanto la formulación de cargos como la dictación de resoluciones sancionatorias son de cargo del Superintendente, lo que generaría dudas respecto a la imparcialidad y legitimidad de las resoluciones dictadas. En atención a lo anterior, de la mano a la creación de la CMF se busca aislar la función investigativa de la sancionadora, entregando mayor seguridad a los fiscalizados en relación a la imparcialidad, objetividad, legitimidad y garantía de respeto al debido proceso.

Para ello, la nueva ley considera una unidad especial de investigación, dirigida por un Fiscal que estará encargado de llevar adelante la investigación y formulación de cargos, quien deberá entregar el expediente e informe relativo a la investigación y su opinión fundada al Consejo, el que deliberará al respecto y se encargará de ejercer la Potestad Sancionadora aplicando las sanciones que correspondan.

(iii) Adicionalmente a la separación de funciones mencionadas, la Ley N° 21.000 busca mejorar las facultades investigativas del órgano fiscalizador, para lo cual confiere a la CMF facultades para requerir acceso a información sobre operaciones bancarias de personas determinadas en el marco de los procesos de investigación o procedimientos sancionatorios.

(iv) Una innovación de carácter procesal que puede resultar interesante, es el hecho la ley que crea la CMF busca mejorar la revisión judicial de las sanciones impuestas por el órgano administrativo sancionador, para la cual considera la implementación de un recurso directo ante la Corte de Apelaciones, en lugar de recurrir a los Juzgados Civiles, y por otra parte, considera la

interrupción del plazo de prescripción de infracciones con el inicio de un proceso sancionatorio, cuestión que a nuestro juicio, es sumamente necesaria aplicar.

(v) Por su parte, en lo que dice relación a la aplicación de sanciones, la nueva ley incorpora una modificación que, como veremos más adelante al analizar ciertos casos emblemáticos de infracciones a la normativa aplicable al mercado de valores, viene a solucionar una problemática que hace bastante tiempo debió haber sido solucionada.

En el contexto de la nueva regulación propuesta por la institucionalidad de la CMF, ella estará facultada para aplicar multas equivalentes, alternativamente, a un monto global por sociedad, persona o entidad sancionada, según corresponda, de hasta: a) La suma de 15.000 UF, que podrá aumentar hasta 5 veces en caso de haber sido sancionado anteriormente por infracciones de la misma naturaleza; b) El 30% del valor de la emisión, registro contable u operación irregular; o, c) El doble de los beneficios obtenidos producto de la emisión, registro contable u operación irregular.

(vi) Ahora, cabe mencionar que una de las innovaciones más interesantes que establece la Ley N° 21.000 en comento, dice relación con una institución importada desde otras áreas del derecho, tales como la regulación de la libre competencia, y consiste en la implementación de la posibilidad de que quien incurra en una conducta sancionable, acceda a una reducción de hasta el 80% de la sanción pecuniaria que sea aplicable, siempre que se autodenuncie, aporte antecedentes para la acreditación de los hechos constitutivos de la infracción y contribuya a la investigación en el marco del proceso penal.

Lo anterior no es otra cosa que aplicación de la llamada “Delación Compensada”. Es más, incluso la ley que crea la CMF, señala que la reducción

de la sanción podrá llegar a un 100%, para quien sea el primero en autodenunciarse en hechos que involucren a dos o más posibles responsables.

(vii) Por último, una novedad que trae consigo la nueva institucionalidad del mercado financiero, y que tiene especial relevancia para nuestra exposición, se refiere a que se crea una nueva entidad denominada Comité de Autorregulación Financiera, institución sin fines de lucro y cuya finalidad principal consiste en implementar buenas prácticas en materia de gobierno corporativo, ética empresarial, transparencia y competencia leal entre los participantes del mercado.

Respecto a esto último, en atención a la importancia que tiene para efectos de este trabajo, nos referiremos a este Comité sobre el final del capítulo V, que aborda la autorregulación en el mercado de valores chileno.

CAPÍTULO III. LA POTESTAD SANCIONADORA DE LA SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS.

3.1. Generalidades.

Como punto de partida para el desarrollo del presente capítulo, debemos señalar que aun cuando todo lo que se expondrá a continuación tiene repercusiones directas en lo que corresponde al ejercicio de la Potestad Sancionadora de la SVS, lo cierto es que el marco de nuestra exposición atendiendo a las principales discusiones que se dan en torno a este tema, el que creemos que es transversal a cada uno de los órganos facultados para ejercer dicha potestad, tendrá un enfoque más general. Es decir, aun cuando el tema de nuestra presentación está puesto en la actividad sancionadora que ejerce la SVS en el Mercado de Valores, ella sólo es una especie dentro de un género mayor dado por el conjunto de órganos encargados de ejercer la Potestad Sancionadora de la Administración del Estado.

3.2. Concepto de Potestad Sancionadora.

Antes de analizar y configurar lo que se ha entendido como la Potestad Sancionadora, y como eslabón de la cadena lógica, resulta relevante entregar una adecuada aproximación del concepto de “Potestad” propiamente tal. En este sentido, por potestad debemos entender *“aquella situación de poder genérico no determinada a priori, que habilita a su titular a imponer conductas a terceros mediante la constitución, modificación o extinción de relaciones jurídicas o del*

*estado material de las cosas existentes*⁵⁷, y que impone al mismo un deber de actuar frente a determinados supuestos. Es decir, la potestad genera un deber por parte de los sujetos que la soportan, de acatar el ejercicio legítimo por parte de quien la detenta.

Es en este marco donde se circunscriben las potestades administrativas de las que gozan los órganos de la Administración del Estado, que ya mencionáramos al analizar las potestades de la SVS en el Capítulo II, entregadas para satisfacer los intereses públicos encomendados a cada uno de ellos, identificando entre ellas las de mayor relevancia, tales como las potestades reglamentaria o normativa, de ejecución, fiscalizadora y sancionadora. En relación a las mencionadas potestades, y siguiendo el propósito de la exposición, en las líneas siguientes intentaremos conceptualizar lo que debemos entender por Potestad Sancionadora de la Administración.

Si bien la Potestad Sancionadora, también llamada punitiva o disciplinaria, no posee consagración normativa expresa a nivel constitucional, su existencia a nivel legal no está en duda, puesto que se encuentra recogida en distintos cuerpos legales de carácter administrativo, principalmente aquellos que se encargan de regular a los diferentes órganos administrativos. Siguiendo esta misma línea, nuestro Tribunal Constitucional (“**TC**”) tampoco ha entregado un concepto claro de lo que debe entenderse por Potestad Sancionadora de la Administración, y en lugar de ello, sólo ha calificado el ejercicio de dicha potestad como una actividad lícita⁵⁸.

⁵⁷ Maljar, Daniel. *El Derecho Administrativo Sancionador* (Buenos Aires, Argentina: Ed. Ad-Hoc, 2004), p. 33.

⁵⁸ Arancibia, Tamara. *Análisis crítico de la jurisprudencia del Tribunal Constitucional en materia de sanciones administrativas* (Santiago, Chile: Tribunal Constitucional, 2015), p. 11.

Así las cosas, la conceptualización de la Potestad Sancionadora ha sido entregada esencialmente a la doctrina, y en este punto, nos parece que una de las definiciones más acertadas corresponde a la elaborada por el actual Contralor General de la República, señor Jorge Bermúdez Soto, quien sostiene que la Potestad Sancionadora corresponde al *“poder jurídico con que cuenta la Administración del Estado, de carácter permanente, expresamente atribuido por ley, en virtud del cual se le habilita para perseguir al sujeto imputado de aquellas conductas activas u omisivas, que se estima son constitutivas de infracción administrativa e imponerle una retribución negativa o sanción por las mismas”*⁵⁹.

En similares términos, también ha sido conceptualizada como el poder sancionador de la Administración cuya finalidad es *“garantizar el mantenimiento del propio orden jurídico mediante la represión de todas aquellas conductas contrarias al mismo, es un poder de carácter represivo que reacciona frente a cualquier perturbación que se produzca y trate de vulnerarlo”*⁶⁰.

Por último, resulta sumamente interesante precisar la manera en que el profesor Nieto concibe la Potestad Sancionadora de la Administración, ya que como se verá más adelante, dicha postura creemos que es esencial para explicar su naturaleza jurídica. Al respecto, Nieto señala que la Potestad Sancionadora es *“aquella que reconoce a los órganos de la Administración –como a los tribunales- la capacidad de imponer sanciones administrativas a los particulares en caso de infracción de ciertos deberes jurídicos establecidos en el*

⁵⁹ Bermúdez, Jorge. *Derecho Administrativo General*, 2° ed. (Santiago, Chile: Editorial Legal Publishing, 2011), p. 273.

⁶⁰ Soto, Romina. “Naturaleza Jurídica y fundamento constitucional de la potestad punitiva de la administración del Estado”, *Revista De Derechos Fundamentales*, n° 11 (2014): p. 167.

*ordenamiento jurídico*⁶¹, y agrega que se trata de una “*potestad ajena a toda potestad atribuida a la Administración para la gestión de los intereses públicos*”⁶².

3.3. La autonomía de la Potestad Sancionadora: ¿Derecho Penal Administrativo o Derecho Administrativo Sancionador?

Las discusiones centrales en la dogmática administrativista de los últimos años, relativas a la naturaleza jurídica de la Potestad Sancionadora de la Administración del Estado, giran en torno a determinar si el ejercicio de dicha potestad debe o no circunscribirse en el llamado “*ius Puniendi*” estatal, y adicionalmente a ello, si debe o no considerarse como parte del Derecho Penal, o si en realidad se le debe entender como una rama autónoma del Derecho. Del resultado de dicha discusión y de sostener una u otra postura, podemos identificar la pertinencia de hablar o calificar a la rama del Derecho a la cual se asigna el ejercicio de la Potestad Sancionadora como “Derecho Penal Administrativo”, o bien, como nosotros creemos, debiese denominarse “Derecho Administrativo Sancionador”, como rama autónoma y aparte del Derecho Penal.

De forma preliminar, y a fin de ordenar ideas y conceptos, debemos señalar que nuestra postura al respecto, parte de la base de que el *ius Puniendi* estatal es uno sólo, pero que puede manifestarse de diversas maneras y en distintas ramas. Nos parece un error –cometido por buena parte de la doctrina– afirmar que la potestad sancionadora de la Administración necesariamente debe circunscribirse al Derecho Penal –Derecho Penal Administrativo–, por el solo hecho de tratarse de una manifestación de *ius Puniendi* del Estado.

⁶¹ Nieto, Alejandro. *Derecho administrativo sancionador*, 2ª ed. (Madrid, España: Tecnos, 1994), pp. 21-22.

⁶² Nieto, Alejandro. *Derecho administrativo sancionador*, 1ª ed. (Madrid, España: Tecnos, 2005), p. 27.

El *Ius Puniendi* estatal es uno solo, pero sus manifestaciones perfectamente pueden darse en distintas ramas del derecho, sin que su ejercicio sea un atributo exclusivo del Derecho Penal.

3.3.1. El Derecho Penal Administrativo.

Al respecto, la postura dominante en la actualidad, señala que la manifestación del *Ius Puniendi* que encontramos en el ejercicio de la Potestad Sancionadora que ejercen los órganos de la Administración del Estado, sería exactamente la misma que ejercen los Tribunales de Justicia.

Es decir, ambas potestades corresponderían a una misma y única manifestación de la potestad punitiva del Estado, puesto que, por lo demás, a su juicio tampoco existiría otra.

Fundado en la existencia una única manifestación del *Ius Puniendi*, para quienes sostienen esta primera postura, el Derecho Administrativo Sancionador en realidad corresponde a una rama del Derecho Penal.

Pero no solo sostienen que el ejercicio del Derecho Penal y el ejercicio del Derecho Administrativo Sancionador -Derecho Penal Administrativo- corresponderían a una misma y única manifestación del *Ius Puniendi* del Estado, sino que adicionalmente, defienden la tesis de que entre la sanción administrativa y la sanción penal existiría una identidad ontológica, distinguiéndose una de otra únicamente en cuestiones de grado o intensidad⁶³.

⁶³ Román, Cristián. "El castigo en el derecho administrativo", *Revista Derecho y Humanidades*, vol 1, n° 16 (2011): p. 161.

Esta primera tesis es la que ha adoptado también nuestro Tribunal Constitucional, el que en un primer momento ha señalado que *“los principios inspiradores del orden penal contemplados en la Constitución Política de la República han de aplicarse, por regla general, al Derecho Administrativo Sancionador, puesto que ambos son manifestaciones del Ius Puniendi propio del Estado”*⁶⁴, con lo cual si bien queda claro que los principios del Derecho Penal pueden o deben ser aplicados “por regla general” al Derecho Administrativo Sancionador, a juicio del profesor Román⁶⁵, igualmente dejaría espacio a ciertas desviaciones del esquema penal. Sin embargo, dicha posibilidad de apartarse del orden penal quedaría eliminada, luego de que el TC en dos fallos del año 2006, señalara que a pesar de que *“las sanciones administrativas y las penas difieren en algunos aspectos, ambas pertenecen a una misma actividad sancionadora del Estado –el llamado Ius Puniendi- y están, con matices, sujetas al estatuto constitucional establecido en el numeral 3° del artículo 19”*⁶⁶. A juicio del profesor Román, la expresión “con matices” utilizada en los fallos más recientes del TC, sería más restrictiva que “por regla general”, utilizada anteriormente, y con dicha modificación dejaría de existir la posibilidad de desviarse del esquema entregado por el Derecho Penal.

3.3.2. El Derecho Administrativo Sancionador.

La tesis mencionada en los párrafos precedentes, ha estado sometida a importantes críticas por parte de cierta posición doctrinaria, cuyo principal referente corresponde al profesor Alejandro Nieto, y que ha sido recogida también por parte de la doctrina nacional, tal como veremos más adelante.

⁶⁴ STC, Rol N° 244, 26 de agosto de 1996, C. 9°.

⁶⁵ Román, “El castigo en el derecho administrativo”, p. 164.

⁶⁶ STC, Rol N° 479, 8 de agosto de 2006, C. 8° y STC, Rol N° 480, 27 de julio de 2006, C. 5°.

A juicio de Nieto, el fundamento de sostener una tesis como la anteriormente comentada –Derecho Penal Administrativo- y el motivo de la popularidad alcanzada entre los juristas, se encuentra en dos tipos de razones.

Por un lado, existen razones ideológicas que explicarían su conveniencia, ya que con dicha postura *“se atempera el rechazo que suelen producir las actuaciones sancionadoras de la Administración, de corte autoritario”*⁶⁷, y por otro, existen razones de carácter técnico por las que resultaría adecuado a cierta doctrina sostenerla, en la medida que *“gracias a este entronque con el Derecho Público estatal se proporciona al Derecho Administrativo Sancionador un soporte conceptual y operativo del que antes carecía”*⁶⁸.

Utilizando dicho razonamiento dado por los defensores del Derecho Penal Administrativo, los críticos de ella, en relación a la primera de las razones mencionadas, señalan que la supuesta aceptación social del ejercicio de la Potestad Sancionadora al enmarcarla en la misma y única manifestación del *Ius Puniendi* estatal, en realidad no es tal, y sólo estaría dada por una cuestionable e injustificada exaltación del proceso judicial como garante de imparcialidad y objetividad, lo que *“desmiente que la solución idílica sea reservar en exclusiva a los tribunales el ejercicio del Ius Puniendi del Estado y que ello per se sea la solución correcta”*⁶⁹.

En palabras del profesor Mañalich, el error de quienes sostienen la existencia de una misma y única expresión de *Ius Puniendi* estatal, se encontraría en la vulgarización del concepto técnico de pretensión punitiva, al *“confundirlo*

⁶⁷ Nieto, Alejandro. *Derecho administrativo sancionador*, 3ª ed. (Madrid, España: Tecnos, 2002), p. 22.

⁶⁸ Nieto, *Derecho administrativo sancionador*, 3ª ed., p. 22.

⁶⁹ Camacho, Gladys. “La Legitimidad de la Potestad Administrativa Sancionadora”, *Revista De Derecho Público*, n° 69 (2016): pp. 14-15.

con la designación del entramado de reglas de competencia que especifican las condiciones de ejercicio de las muy diversas potestades públicas involucradas en la eventual materialización de alguna concreta pretensión punitiva fundamentada en una determinada instancia de quebrantamiento (imputable) del derecho”⁷⁰.

Ahora bien, en relación a la segunda de las razones entregadas por la primera tesis, esto es la razón técnica, y que a nuestro juicio es la razón de fondo del asunto, es necesario señalar en primer término que del hecho de que las sanciones administrativas y penales posean cierta identidad ontológica, no se sigue necesariamente que ambas deban recibir un mismo tratamiento por parte del ordenamiento jurídico. Tal como señala el profesor Román, *“nada obsta para que, por muy idénticos que sean desde las perspectiva ontológica dos fenómenos o institutos, estén regidos por regímenes jurídicos diferentes”⁷¹.*

Es decir, el hecho de *“que dos fenómenos son iguales en la realidad no significa necesariamente que haya de tener el mismo régimen jurídico; de la misma forma que el legislador puede dotar del mismo régimen jurídico figuras que en el mundo real son, sin duda alguna, ontológicamente diferentes”⁷².*

Ahora, aun cuando -como sostienen los defensores de la primera tesis- la Potestad Sancionadora de la Administración fuese una manifestación del *Ius Puniendi* idéntica a la de los Tribunales de Justicia, lo lógico sería que ante la ausencia de principios aplicables a dicha potestad, ella se informara del Derecho Público, y no del Derecho Penal como sucede actualmente. A nuestro juicio, la explicación de que lo anterior no acontezca se debe a que, con cierta reticencia del actuar de la Administración, los sostenedores de la primera tesis buscan

⁷⁰ Mañalich, Juan Pablo. “El principio ne bis in idem frente a la superposición del derecho penal y el derecho administrativo sancionatorio”, *Revista Política Criminal*, vol. 9, n° 18 (2014): p. 545.

⁷¹ Román, “El castigo en el derecho administrativo”, p. 161.

⁷² Nieto, *Derecho administrativo sancionador*, 3ª ed., p. 22.

privilegiar las garantías del imputado por sobre los intereses generales y colectivos, cuestión asociada en mayor medida al Derecho Penal, aun cuando creemos que el Derecho Administrativo está lejos de no cumplir igualmente con dicho objetivo. Tal como señala Nieto, los defensores de la primera tesis, son partidarios de que el Derecho Penal opere como un freno a la autoritaria intervención de la Administración pública tradicional.

Nuestra posición, tal como adelantáramos, se encuentra con la segunda postura, ya que creemos que en la medida que se conciba el Derecho Administrativo Sancionador como una rama autónoma del Derecho, vinculada al Derecho Público, es posible cumplir adecuadamente tanto con su objetivo principal, esto es, garantizar y concretar intereses generales y colectivos, así como brindar las garantías correspondientes al imputado⁷³. Tal como señala Nieto, creemos que *“contra viento y marea hay que afirmar que el Derecho Administrativo Sancionador es, como su mismo nombre indica, Derecho Administrativo engarzado directamente en el Derecho Público estatal y no un Derecho Penal vergonzantes; de la misma manera que la potestad administrativa sancionadora es una potestad ajena a toda potestad atribuida a la Administración para la gestión de los intereses públicos”*⁷⁴.

3.4. El problema de la constitucionalidad de la Potestad Sancionadora de la Administración del Estado.

Una vez que hemos entregado una aproximación acerca de la naturaleza jurídica de la Potestad Sancionadora de la Administración, debemos referirnos a otra de las principales discusiones que desde hace bastante tiempo se ha dado

⁷³ Román, “El castigo en el derecho administrativo”, p. 162.

⁷⁴ Nieto, *Derecho administrativo sancionador*, 3ª ed., p. 27.

en la doctrina. Ella trata acerca de la constitucionalidad de la Potestad Sancionadora de la Administración y, al respecto, se identifican dos marcadas posturas.

(i) La primera postura, encabezada principalmente por Soto Kloss y Huneeus, señala que las leyes que otorgan a los órganos administrativos el ejercicio de dicha potestad, serían normas abiertamente inconstitucionales. La razón de su inconstitucionalidad, estaría dada por el hecho de que dichas leyes al entregar la Potestad Sancionadora a ciertos órganos pertenecientes a la Administración del Estado, vulnerarían dos preceptos contenidos en nuestra Constitución Política de la República ("**CPR**"): (i) el artículo 19 N°3 inciso 6° y (ii) el artículo 76.

Respecto al artículo 19 N°3, este en su inciso 6° consagra el derecho a un procedimiento y una investigación racionales y justos. Quienes señalan que las leyes que dotan de la Potestad Sancionadora a los órganos de la Administración vulnerarían el mencionado precepto constitucional, sostienen que de él se desprendería necesariamente que quien juzga y sanciona debe ser alguien diferente de quien realiza la fiscalización e investigación.

Lo anterior no se cumpliría en los casos en que se ejerce la Potestad Sancionadora de la Administración del Estado, dado que son los mismos órganos que realizan la fiscalización e indagación, los que más tarde aplicarán la sanción administrativa.

En este punto, en relación al artículo 19 N°3, resulta interesante indicar que quienes sostienen la inconstitucionalidad de la Potestad Sancionadora, adicionalmente señalan que únicamente los incisos 1° al 6° son susceptibles de extenderse más allá de los límites penales, lo cual pondría en duda la

constitucionalidad de las sanciones administrativas, al no estar comprendidas en los incisos 7° a 9° del mismo precepto⁷⁵.

Por su parte, respecto al artículo 76 de la CPR, sostienen que la inconstitucionalidad radicaría en el hecho de que el mencionado artículo 76 en su inciso 1°, establece que únicamente los Tribunales de Justicia pueden establecer sanciones frente a la infracción del ordenamiento jurídico, y en ningún caso señala que podrán hacerlo los órganos de la Administración.

En la medida en que, siguiendo a Huneus, para sancionar se requiere juzgar, en atención al artículo 76 de la CPR, serían únicamente los Tribunales de Justicia quienes pueden sancionar, más no los órganos de la Administración. Esto debido a que la función de sancionar es propia de un juez, por ende, quien pretenda sostener que se ha cometido una infracción normativa, no puede ser la misma entidad u organismo que sancione, ya que por esa circunstancia carece de imparcialidad. Esto último sería precisamente lo que, a juicio de esta doctrina, no se respetaría al permitir que un órgano de la Administración imponga una sanción.

Es más, esta posición doctrinaria señala que la posibilidad de que los órganos administrativos puedan imponer sanciones quedaría expresamente vedada por el mismo artículo 76 al señalar que *“Ni el Presidente de la República ni el Congreso pueden, en caso alguno, ejercer funciones judiciales, avocarse causas pendientes, revisar los fundamentos o contenido de sus resoluciones o hacer revivir procesos fenecidos”*. Esto debido a que precisamente quien otorga aquella potestad a los órganos de la Administración, no es otro que el Congreso, el cual como se aprecia en el mencionado párrafo, está expresamente excluido de hacerlo. En la medida que nuestro legislador otorga la potestad a los órganos

⁷⁵ Soto, “Naturaleza Jurídica y fundamento constitucional”, pp. 183-184.

de la Administración mediante leyes, estaría haciendo caso omiso de lo señalado por la Constitución y, en consecuencia, dichas leyes serían inconstitucionales.

(ii) Como contrapartida, una segunda postura, más moderna y a la que adherimos en este trabajo, sostiene que la Potestad Sancionadora de la Administración del Estado es plenamente respetuosa de nuestra Constitución, de la misma manera que lo son las sanciones administrativas por ella impuestas.

El primer argumento con el cual se defiende la constitucionalidad de la Potestad Sancionadora, se refiere a que las actuaciones realizadas por la Administración, dentro de las que está contenida dicha potestad, no constituyen ejercicio de facultades jurisdiccionales, como señala la anterior posición doctrinal. Ello se debería a que, cuando un órgano administrativo conoce de un asunto de su competencia, el proceso intelectual que realiza básicamente consiste en interpretar la norma, y en base a ello, adoptar una adecuada determinación atendiendo al sentido objetivo de ella.

En base a lo anterior, para los defensores de la constitucionalidad de la Potestad Sancionadora de la Administración, no sería posible identificar dicha actuación de la Administración como un ejercicio de carácter jurisdiccional, ni formal ni materialmente, puesto que los actos administrativos aquí referidos, no detentan fuerza obligatoria ni el efecto de cosa juzgada, propio y esencial de una resolución emanada del ejercicio jurisdiccional⁷⁶. Con este argumento creemos que esta posición se hace cargo de las críticas a la constitucionalidad que la doctrina contraria efectúa en base al artículo 76 de la CPR.

⁷⁶ Cordero, Eduardo y Aldunate, Eduardo. "Las bases constitucionales de la potestad sancionadora de la Administración", *Revista de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso*, n° 39 (2012): pp. 353.

No sólo se trata de actuaciones administrativas que no constituyen actos jurisdiccionales, sino que adicionalmente, con posterioridad nuestro ordenamiento permite la judicialización de las causas administrativas por las que se sancionó a un administrado y, de tal forma, se deja en manos de los Tribunales de Justicia la última palabra respecto a la validez o no de las sanciones impuestas por la Administración.

Como segundo argumento, esta posición doctrinal recurre a una razón de carácter histórica. Señalan que es evidente que históricamente la Potestad Sancionadora de la Administración del Estado ha sido una institución reconocida en nuestro país, y a ello se agrega el hecho de que no existe norma constitucional que expresamente prohíba el ejercicio por parte de la Administración de la mencionada potestad⁷⁷.

En esta misma línea, se recurre a las actas de la comisión de estudio de la Constitución de 1980, de las cuales se desprende una clara intención de otorgar legitimidad tanto a la Potestad Sancionadora, como a las sanciones administrativas emanadas de ella. El señor Enrique Evans, refiriéndose precisamente al hecho de que los tres últimos incisos del artículo 19 N°3 de la CPR sólo serían aplicables a las sanciones penales, señala que *“todo el contenido de los tres últimos incisos del N° 3 del artículo 19 de la Constitución Política de la República –que fue estudiado, en especial, en la sesión 113, de 10 de abril de 1975, de la C.E.N.C.- deben aplicarse no solo a las sanciones penales sino a toda sanción de otra naturaleza, aplicada por los tribunales o la Administración”*⁷⁸. Es decir, los incisos 7°, 8° y 9° del artículo 19 N° 3 serían perfectamente aplicables a las sanciones administrativas y, adicionalmente, se

⁷⁷ Rodríguez, Luis. “Bases para distinguir entre infracciones criminales y administrativas”, *Revista de Derecho de La Pontificia Universidad Católica de Valparaíso*, n° 11 (1987): pp. 132-134.

⁷⁸ Evans de la Cuadra, Enrique. *Los Derechos Constitucionales*, Tomo. II (Santiago, Chile: Editorial Jurídica de Chile, 1999), pp. 149-150.

reconoce que dichas sanciones pueden ser aplicadas por la Administración mediante el ejercicio de su Potestad Sancionadora la que, por tanto, sería plenamente constitucional.

Ahora bien, consideramos sumamente interesante y necesario referirnos a un argumento aportado por cierta parte de la doctrina, el que apunta derechamente al fondo de la discusión, y que representa un eje para los lineamientos de nuestro trabajo. Nos referimos al argumento que plantea que la legitimidad del ejercicio de la Potestad Sancionadora radica en un deber jurídico por parte del Estado, de responder mediante la Administración, a los nuevos desafíos que presenta la sociedad contemporánea.

Probablemente uno de los principales expositores de dicha postura en la doctrina nacional es el profesor Cristián Román. Al respecto, Román sostiene que la constitucionalidad de la Potestad Sancionadora de la Administración se justificaría en que *“hoy se evidencia la conformación de una nueva sociedad – posmoderna y globalizada-, en la que distintos actores, de una u otra manera, con su acción u omisión, crean relevantes riesgos, en los ámbitos especializados en los que se desenvuelven, que pueden derivar en importantes daños para las personas o cosas”*⁷⁹.

La Potestad Sancionadora de la Administración de esta manera toma un papel fundamental como garante de la protección de ciertos valores y bienes jurídicos, transformándose en un mecanismo que sirve para modelar la sociedad. El ejercicio de la Potestad Sancionadora deja de ser simplemente una institución tolerada históricamente, pero que no se encuentra contemplada en nuestra

⁷⁹ Román, “El castigo en el derecho administrativo”, p. 158.

Constitución, sino que, muy por el contrario, precisamente es la respuesta a una exigencia de carácter constitucional⁸⁰.

Llevado esto al Mercado de Valores, vemos que durante los últimos años ha experimentado un dinamismo sorprendente, lo que ha derivado en que las infracciones cometidas en él, atendiendo a su relevancia, generen repercusiones transversales a toda la economía y, consecuentemente, en la vida de las personas.

Tal como haremos mención más adelante en este mismo capítulo, en base a este último argumento creemos que hoy en día, resulta necesario redefinir los fines del Derecho Público, en los que, a nuestro juicio, la Potestad Sancionadora de la Administración debe poseer un rol protagónico mediante el cual se haga frente al nuevo escenario económico-social.

3.5. Sanciones de carácter administrativo.

Es de vital importancia poder conceptualizar adecuadamente la “sanción administrativa”, ya que solo después de dicho trabajo, es posible determinar las garantías y límites aplicables a la Administración frente a los administrados en el ejercicio de su Potestad Sancionadora⁸¹.

Como punto de partida y necesaria precaución para entender lo postulado en este acápite, es necesario señalar que utilizaremos como referencia una

⁸⁰ Cordero, Eduardo. “Concepto y naturaleza de las sanciones administrativas en la doctrina y jurisprudencia chilena”, *Revista de Derecho de la Universidad Católica del Norte*, vol. 20, n°1 (2013): p. 81.

⁸¹ Arancibia, *Análisis crítico de la jurisprudencia*, p. 16.

distinción doctrinaria realizada por el profesor Bermúdez⁸², quien distingue entre un concepto tradicional o amplio de “sanción administrativa”, el que ha sido seguido históricamente por la doctrina y jurisprudencia nacional, y uno más acertado, denominado concepto estricto de sanción administrativa.

En su concepción amplia, la sanción administrativa puede ser entendida como *“toda aquella retribución negativa dispuesta por el Ordenamiento Jurídico como consecuencia de la realización de una conducta”*⁸³. Como es evidente, corresponde a un concepto bastante amplio y algo vago, en el cual puede quedar comprendido cualquier tipo de afectación o gravamen por parte de la Administración hacia un administrado, desde la revocación de un acto favorable, pasando por la expropiación o adopción de medidas cautelares, hasta llegar a la aplicación de sanciones administrativas en sentido estricto.

Bastaría con que se trate de un acto desfavorable emanado de la Administración y aplicado a un administrado, para encontrarnos en presencia de una sanción administrativa, lo que a juicio nuestro, es errado, y el motivo de dicho error podrá ser desprendido a continuación, al analizar el concepto de sanción administrativa en sentido estricto.

Según Bermúdez, para encontrarnos frente al concepto acotado o estricto de sanción administrativa, es necesario que se presenten un conjunto de elementos⁸⁴: a) Debe existir vinculación entre una infracción administrativa y la sanción; b) Es necesario que la sanción se encuentre establecida previamente en el Ordenamiento Jurídico; c) La sanción debe ser impuesta por la Administración previa tramitación de un adecuado procedimiento administrativo sancionador; y, por último, d) Es necesario que el infractor pueda ser considerado

⁸² Bermúdez, Jorge. “Elementos para definir las sanciones administrativas”, *Revista Chilena de Derecho*, número especial (1998): pp. 323-324.

⁸³ Bermúdez, “Elementos para definir las sanciones”, pp. 323-334.

⁸⁴ Bermúdez, “Elementos para definir las sanciones”, pp. 324-326.

responsable de la sanción. Los mencionados elementos creemos que van en el mismo sentido y, por tanto, pueden ser complementados por aquellos elementos constitutivos de las sanciones administrativas señalados por el profesor Román, quien igualmente identifica cuatro elementos, algunos íntimamente ligados a los mencionados por Bermúdez, otros no tanto.

Román señala que toda sanción administrativa debe poseer los siguientes elementos⁸⁵: a) Debe ser impuesta por un órgano administrativo; b) Debe importar una lesión o menoscabo de derechos o la imposición de un deber para un particular; c) Debe haber sido establecida por el ordenamiento jurídico como reacción a la contravención del mismo; y, por último, d) Debe ser impuesta únicamente para castigar la comisión de un ilícito administrativo.

Luego de precisar los elementos constitutivos de la sanción administrativa en sentido estricto, Bermúdez la ha definido como *“aquella retribución negativa prevista por el Ordenamiento Jurídico e impuesta por una Administración Pública por la comisión de una infracción administrativa”*⁸⁶, concepto más preciso que la noción amplia antes mencionada, y que creemos se hace cargo de la deuda que nuestra doctrina desde antaño había evitado saldar.

A este respecto, consideramos que el planteamiento de Bermúdez tiene una marcada influencia de cierta doctrina del derecho comparado, específicamente del derecho español. Esto ya que mientras el célebre jurista español Eduardo García de Enterría, considera que la sanción administrativa debe concebirse como un mal infligido por la Administración a un administrado como consecuencia de una conducta ilegal, Luciano Parejo ha señalado que corresponde a un mal infligido a un administrado en ejercicio de la

⁸⁵ Román, “El castigo en el derecho administrativo”, p. 168.

⁸⁶ Bermúdez, “Elementos para definir las sanciones”, p. 326.

correspondiente potestad administrativa por un hecho o una conducta constitutivos de infracción asimismo administrativa, es decir, tipificado legal y previamente como tal⁸⁷. Especialmente esta última definición se asemeja a la esbozada por Bermúdez.

En atención a lo anterior, nos parece relevante destacar un vuelco experimentado en los últimos años en esta materia por la jurisprudencia, tanto a nivel constitucional como judicial, el que podría significar la aceptación de los postulados de la doctrina que plantea que la correcta manera de concebir la sanción administrativa, es el concepto estricto de ella. En este sentido, nos parece interesante la sentencia Rol N°1314 emanada del TC el año 2010, en el que dicho tribunal siguiendo la misma línea conceptual aquí planteada, distingue elementos propios de la sanción administrativa en su concepto estricto, al señalar que *“es importante destacar que la sanción de exclusión constituye una sanción administrativa y no una sanción penal. Ante todo, porque el legislador la ha establecido como la consecuencia jurídica de una infracción administrativa y no de un delito penal, siendo aplicada por un órgano administrativo, después de un procedimiento administrativo”*⁸⁸.

Por su parte, nuestra Corte Suprema en fallo del mismo año 2010, identifica la doble función que deben cumplir las sanciones administrativas, esto es, una función preventiva y una represiva frente a una infracción cometida⁸⁹, y al respecto señala que *“la sanción administrativa tiene principalmente una finalidad preventivo-represora, con ella se persigue el desaliento de futuras conductas ilícitas similares, se busca reprimir la conducta contraria a derecho y*

⁸⁷ Arancibia, *Análisis crítico de la jurisprudencia*, p. 17.

⁸⁸ STC, Rol N° 1413, 16 de noviembre de 2010, C. 19°.

⁸⁹ Cordero, “Concepto y naturaleza de las sanciones”, p. 90.

*restablecer el orden jurídico previamente quebrantado por la acción del transgresor*⁹⁰.

Por último, creemos necesario mencionar la tesis del profesor Román en relación a la pertinencia de entregar un marco conceptual claro al concepto de sanción administrativa. Al respecto, señala que por más que se intente dar una adecuada definición de la sanción administrativa, dicha tarea sería más bien estéril, debido a que se trata de un concepto jurídico indeterminado, como muchos otros que pueden apreciarse en el Derecho Público. En atención a lo anterior, Román señala que intentar dar una definición precisa de sanción administrativa no solo sería algo inútil, sino que además peligroso, debido a que se corre el riesgo de rigidizar demasiado el concepto, incluyendo hipótesis equivocadas, o bien, excluyendo otras que sí debiesen quedar comprendidas en ella⁹¹.

3.6. La relación existente entre sanciones de carácter penal y sanciones administrativas.

Como punto de partida para analizar la relación existente entre sanciones de carácter penal y las sanciones administrativas, debemos remitirnos a lo anteriormente señalado al tratar el concepto de sanción administrativa, según lo cual, en nuestro ordenamiento jurídico existe un sistema escalonado de sanciones que atienden a la gravedad de las conductas, dentro del cual podemos identificar a las sanciones penales, sanciones administrativas propiamente tales, y otros actos desfavorables emanados de la Administración.

⁹⁰ C. Suprema, Rol N° 4.922-2010, 15 de septiembre de 2010, C. 6°.

⁹¹ Román, "El castigo en el derecho administrativo", p. 167.

En atención a lo anterior, existe una relación directamente proporcional entre la gravedad de las sanciones impuestas y el estatuto de garantías aplicables a cada una de ellas, que busca amparar a los particulares. En primer lugar, el estatuto de garantías más estricto lo representa el aplicable a las sanciones penales; lo sigue el estatuto de garantías aplicables a las sanciones administrativas que hemos denominado “propiamente tales” o en sentido estricto, que básicamente es el mismo estatuto que el de las sanciones penales, pero atenuado o matizado; y, por último, tenemos el conjunto de garantías aplicables a aquellos actos desfavorables emanados de la Administración, que no constituyen sanciones administrativas en sentido estricto⁹².

Ahora bien, entorno a la relación existente entre las sanciones penales y administrativas, y la naturaleza jurídica de estas últimas, debemos señalar primeramente que la discusión respecto a ello es de larga data, y teóricamente se funda en el enfrentamiento que se produce entre los principios liberales en que se inspiraría el poder punitivo del Estado, y el ejercicio de la Potestad Sancionadora de la Administración del Estado, tradicionalmente calificada como un ámbito en el que no se respetan las garantías mínimas de los particulares⁹³. Aun cuando actualmente parece aceptada la aplicación de los principios del orden penal en el ejercicio de la Potestad Sancionadora, al menos de manera atenuada o matizada, persiste la discusión en torno a determinar si las sanciones administrativas deben considerarse como un tipo de sanción penal, o en realidad, poseen una naturaleza jurídica diferente.

Previo a entrar de lleno en los argumentos planteados por cada posición doctrinaria, creemos necesario mencionar las principales diferencias que existirían entre ambos tipos de sanciones, para que una vez hecho esto, y

⁹² Cordero, “Concepto y naturaleza de las sanciones”, p. 83.

⁹³ Cordero, “Concepto y naturaleza de las sanciones”, p. 91.

teniendo a la vista los argumentos entregados por la doctrina al respecto, podamos tomar partido por una u otra posición.

Una primera diferencia entre ambos tipos de sanciones, quizás la más evidente, radica en el hecho de que, mientras las sanciones penales son aplicadas por los Tribunales de Justicia, las sanciones administrativas son aplicadas por los órganos administrativos a los que la ley ha dotado de la Potestad Sancionadora⁹⁴. Es decir, mientras las primeras sanciones serían fruto del ejercicio jurisdiccional, las segundas derivarían de la actividad meramente administrativa. Respecto a esto último, ya nos referimos a ello al analizar la constitucionalidad de la Potestad Sancionadora de la Administración del Estado, por lo que no ahondaremos más allá.

Otra diferencia entre sanciones penales y administrativas, corresponde al de la entidad o gravedad del castigo susceptible de ser impuesto. Al respecto, el eje central de la distinción se encontraría en que únicamente las sanciones de carácter penal pueden comprometer la libertad personal, quedando vedado para las sanciones administrativas tal castigo, las que deben limitarse a la afectación de otro tipo de derechos, principalmente de naturaleza patrimonial⁹⁵.

Esta última distinción, la doctrina sostiene que correspondería en realidad a una manifestación de otra diferencia aún más de fondo⁹⁶, y que diría relación con que, si bien, tanto las sanciones penales como administrativas pueden ser respuesta a una conducta antijurídica, el ámbito en el que la conducta antijurídica produce repercusiones no es el mismo. El Estado al imponer consecuencias jurídicas para determinadas hipótesis, puede que busque castigar un actuar contrario al ordenamiento jurídico, o bien, simplemente llevar a cabo los fines del

⁹⁴ Cordero y Aldunate, "Las bases constitucionales", p. 355.

⁹⁵ Cordero y Aldunate, "Las bases constitucionales", p. 356.

⁹⁶ Cordero y Aldunate, "Las bases constitucionales", p. 356.

Estado. De ahí que las sanciones puedan derivar de conductas antijurídicas que afectan distintos ámbitos.

Mientras la sanción penal se enfoca en prevenir o castigar determinadas conductas antijurídicas, en el marco de la libertad general de los individuos, la sanción administrativa opera en un ámbito diverso⁹⁷. Este ámbito diverso está dado por aquellas actividades en las que el Estado ha considerado necesaria su intervención, y para ello, impone a sus miembros ciertos deberes de conducta que permitan poder concretar determinados fines colectivos. Son estos deberes de conducta los que, en definitiva, determinarán si una conducta realizada por un individuo es o no antijurídica y, consecuentemente, si se justifica o no la imposición de una sanción administrativa.

Esto último explicaría, en buena medida el por qué la laxitud en la exigencia de tipicidad tratándose de sanciones administrativas puede ser algo incluso deseable, ya que si bien una adecuada tipificación representa una garantía al debido proceso, en el ámbito en el que se desenvuelve la sanción administrativa, puede resultar más idóneo concebir técnicas que se sustenten en la existencia de deberes de conducta esperables⁹⁸.

Una vez señaladas algunas de las principales diferencias identificadas por la doctrina entre sanciones penales y administrativas, nos corresponde entrar de lleno en la discusión planteada más arriba en relación a determinar si las sanciones administrativas deben o no ser comprendidas como un tipo de sanción penal, o como lo ha formulado la doctrina, determinar si existe o no identidad ontológica entre ambas sanciones.

⁹⁷ Cordero y Aldunate, "Las bases constitucionales", p. 357.

⁹⁸ Cordero y Aldunate, "Las bases constitucionales", p. 358.

Al respecto, una primera postura señala que las sanciones administrativas no podrían equipararse a las penas –o sanciones penales-, ya que de la simple lectura del artículo 20 del Código Penal se desprendería que nuestro legislador tuvo una clara intención de distinguirlas, al señalar que no se reputan penas *“las multas y demás correcciones que los superiores impongan a sus subordinados y administrados en uso de su jurisdicción disciplinal o atribuciones gubernativas”*. Para esta posición, en dicho artículo queda claro que nuestro legislador tuvo completa comprensión de que las sanciones administrativas podrían ser confundidas con las sanciones penales y, por dicha razón, dejó expresa constancia de su opinión en el mencionado artículo 20.

Ahora bien, este razonamiento no ha estado exento de críticas, ya que a juicio de ciertos autores⁹⁹, el artículo 20 del Código Penal correspondería a una precisión realizada por nuestro legislador, en relación a que las mencionadas sanciones administrativas no deben ser reputadas penas, pero únicamente para efectos penales.

Colgándose en cierto modo de esta crítica, la postura doctrinaria que sostiene la identidad ontológica entre las sanciones penales y administrativas, señala que el artículo 20 del Código Penal si bien expresa que las sanciones administrativas formalmente no constituirían penas –penales-, igualmente reconocería que ambas sanciones poseen una naturaleza jurídica común, al ser la respuesta frente a una conducta antijurídica y, por tanto, castigable. En uno de los casos, claro está, dicha respuesta emanaría de los Tribunales de Justicia, y en el otro, de la Administración del Estado.

⁹⁹ Rodríguez, “Bases para distinguir entre infracciones”, pp. 117-163.

A juicio del profesor Eduardo Cordero¹⁰⁰, quienes con mayor fuerza han sostenido que las sanciones administrativas deben ser consideradas penas, corresponde a Soto Kloss y Aróstica. Al respecto, Aróstica ha señalado que *“a pesar que el Código Penal dice que ‘no se reputan penas’ las sanciones que impone la Administración, ello no obsta la identidad esencial entre unas y otras, y como no las separan diferencias cualitativas, cabe reproducir las garantías del orden sancionador penal al orden sancionador administrativo”*¹⁰¹. Ahora bien, tal como adelantáramos en este mismo capítulo, la finalidad con la que dichos autores sostienen aquello, no es otra que utilizarlo para defender la inconstitucionalidad del ejercicio de la Potestad Sancionadora de la Administración del Estado.

Esta última posición doctrinaria es la que ha seguido nuestro TC, el que ha sostenido la identidad ontológica entre penas y sanciones administrativas, argumentando que ambas participarían del estatuto de penas previstos en la Constitución, con ciertos matices. De ello se desprendería, por tanto, que el legislador es libre de establecer conductas antijurídicas y de entregar la imposición de sanciones derivadas de su infracción tanto a la autoridad judicial como administrativa, según considere más conveniente a sus fines. Únicamente deberá velar por que la imposición de penas privativas de libertad siempre quede en manos de la autoridad judicial, y que se respete el principio de proporcionalidad entre la afectación a los derechos fundamentales y el fin constitucional por el cual se ha establecido la ilicitud de la conducta¹⁰².

Por último, en lo que a nosotros concierne, si bien adherimos a lo señalado recientemente respecto a que finalmente será el legislador quien deberá optar

¹⁰⁰ Cordero, “Concepto y naturaleza de las sanciones”, p. 94.

¹⁰¹ Aróstica, Iván. “Un lustro de sanciones administrativas”, *Revista de Derecho Público*, n° 50 (1991): p. 175.

¹⁰² Cordero, “Concepto y naturaleza de las sanciones”, p. 97.

por disponer sanciones penales o administrativas en atención a los fines que persiga, creemos que no es adecuado sostener la identidad ontológica entre sanciones penales y administrativas.

Nuestros argumentos para plantear aquello van mucho más allá de lo literal del artículo 20 del Código Penal. Nosotros creemos que la razón por la que se debe defender la existencia de una naturaleza jurídica diferente entre ambas sanciones, tiene su principal fundamento en la discusión ya analizada respecto a la dependencia o no de la Potestad Sancionadora de la Administración del Estado al Derecho Penal.

Hemos defendido la autonomía del Derecho Administrativo Sancionador, el que si bien por ahora debe tomar prestados ciertos principios del Derecho Penal, de forma matizada, no por ello deja de ser una rama autónoma del Derecho, anclada al Derecho Público.

El ejercicio de la actividad sancionadora de la Administración del Estado no corresponde al mismo *Ius Puniendi* estatal del que emanan las sanciones penales, tal como ya hemos analizado. El motivo por el que las sanciones administrativas y penales no son manifestación de un mismo y único *Ius Puniendi*, precisamente se debe a que emanan de ámbitos del Derecho completamente diferentes. Mientras la sanción penal pone su atención en los individuos susceptibles de cometer la conducta antijurídica, mediante el restablecimiento del equilibrio social perturbado por la conducta ilícita; la sanción administrativa apunta a concretar ciertas finalidades que el Estado se ha propuesto llevar a cabo.

Es decir, por más que en ocasiones resulten tenues las diferencias entre ambos tipos de sanciones, en último término, cada una de ellas persigue la

protección de ciertos bienes jurídicos o intereses sociales -los que pueden coincidir o no- desde una perspectiva en particular, y aquello es determinante para el legislador a la hora de decidirse por una u otra opción.

Por último, cabe mencionar que recientemente nuestra Corte Suprema, en fallo de 24 de agosto de 2016, dictado en autos caratulados “*Farah Silva María Isabel con Superintendencia de Valores y Seguros*” ha dejado entrever su postura en torno a la discusión aquí analizada, señalando que “[...] *si bien existe consenso en orden a que tanto la sanción penal como la administrativa son manifestaciones de un único ius puniendi estatal, ello no implica de inmediato la aplicación de los principios del derecho penal a la sanción impuesta por la Administración, por cuanto existen ciertos matices dados principalmente por la finalidad perseguida por el legislador al asociar uno u otro tipo de responsabilidad a una conducta determinada*”¹⁰³.

Respecto a esto último, y tal como ya lo expusiéramos, estamos en completa sintonía con lo sostenido por nuestra Corte Suprema.

3.7. Principio de Non Bis in Ídem y la aplicación de sanciones penales y administrativas.

Una vez que hemos establecido el marco teórico de la relación existente entre sanciones penales y administrativas, es necesario que hagamos referencia a otra de las problemáticas derivadas de dicha relación, esto es, determinar si existe o no vulneración al principio del non bis in ídem al acumular sanciones penales impuestas por los Tribunales de Justicia con sanciones administrativas impuestas por los órganos de la Administración, en nuestro caso, por la SVS.

¹⁰³ C. Suprema, Rol N° 5.383-2016, 24 agosto 2016, C. 24°.

El principio general del derecho conocido como non bis in ídem, corresponde a una garantía *“para quien comete un acto ilícito, de que no podrá ser sancionado dos veces por el mismo hecho y, en su aspecto procesal, que un mismo hecho no podrá ser objeto de dos procesos distintos, constituyendo, en todo caso, un límite al ejercicio de la potestad sancionadora de la Administración”*¹⁰⁴. Su consagración normativa, si bien puede ser encontrada a nivel supralegal, con los tratados internacionales ratificados y que se encuentran vigentes, su más concreta manifestación la encontramos en el inciso 2° del artículo 1 de nuestro Código Procesal Penal al señalar que *“La persona condenada, absuelta o sobreseída definitivamente por sentencia ejecutoriada, no podrá ser sometida a un nuevo procedimiento penal por el mismo hecho”*.

De la definición mencionada, se desprenden dos manifestaciones que configuran el principio del non bis in ídem¹⁰⁵ –también llamado ne bis in ídem– como lo son la prohibición de punición múltiple, por una parte, y la prohibición de juzgamiento múltiple, por otra.

La prohibición de punición múltiple, que configura en parte el principio non bis in ídem, consiste en una limitación a la imposición de dos a más sanciones en aquellos casos en que existe identidad de sujeto, hecho y fundamento. Es decir, mediante esta prohibición *“se impide sancionar doblemente por un mismo delito, desde la misma perspectiva de defensa del orden social, vale decir, que por un mismo delito recaiga sobre el afectado una sanción penal plural múltiple”*¹⁰⁶. El fundamento de dicha prohibición se encontraría en que la punición múltiple

¹⁰⁴ Maljar, *El Derecho Administrativo Sancionador*, pp. 245-246.

¹⁰⁵ Mañalich, “El principio ne bis in ídem”, p. 547.

¹⁰⁶ Salinas, Carlos. *Derecho Administrativo Sancionador. El régimen sancionador eléctrico en Chile* (Santiago, Chile: Thomson Reuters Puntotex, 2010), p. 114.

representaría una vulneración al principio de proporcionalidad que debe regir entre la infracción al orden social, y la correspondiente sanción.

Ahora, si bien el motivo de la prohibición de punición múltiple se encuentra en lo excesivo que podría resultar, ella no se ve quebrantada simplemente por la aplicación conjunta de dos o más sanciones, ya que en la medida que los supuestos de hecho que habilitan su imposición se hayan realizado, la aplicación conjunta de las sanciones se apegaría a la representación realizada por el legislador¹⁰⁷.

Por su parte, la prohibición de juzgamiento múltiple consiste en la restricción de que una persona pueda ser juzgada en más de una oportunidad por un mismo hecho, situación que en palabras del profesor Mañalich podría acontecer de dos maneras: *“o bien por la vía de (dos o más) juzgamientos sucesivos por un mismo hecho, o bien por la vía de (dos o más) juzgamientos simultáneos por un mismo hechos”*¹⁰⁸.

Una vez precisados los dos tipos de prohibiciones que configuran el principio non bis in ídem, nos corresponde ahora analizar los elementos que deben concurrir para que exista una vulneración de él.

Para analizar el cumplimiento del principio non bis in ídem, es necesario enfocarnos en tres elementos que conforman una triple identidad: el hecho, el sujeto y el fundamento. En caso que existan dos o más sanciones, o bien, dos o más juzgamientos en que concorra esta triple identidad, podemos afirmar que el principio non bis in ídem se encuentra en tensión o peligro de ser vulnerado.

¹⁰⁷ Mañalich, “El principio ne bis in ídem”, p. 549.

¹⁰⁸ Mañalich, “El principio ne bis in ídem”, p. 551.

Respecto al primer elemento, esto es, la identidad de hecho, ella se presentará *“cuando el tipo del delito que describe la norma en virtud del cual se ha sancionado es el mismo conjunto de presupuestos objetivos y subjetivos que se exigen para la imposición de otra pena en virtud de otra norma”*¹⁰⁹. Ahora bien, cabe precisar en este punto que no debe entenderse “hecho” como suceso acaecido en un espacio y tiempo determinado, sino como el supuesto que habilita la posibilidad de imponer una sanción.

Como segundo elemento, tenemos el de la identidad de sujeto, la que se concretaría en aquellos casos en que a un mismo individuo se le aplican dos o más sanciones por un mismo hecho, o bien, en aquellos casos en que una misma persona es juzgada en dos o más oportunidades por igual hecho.

En tercer lugar, y como último elemento de la triple identidad, nos encontramos con la identidad de fundamento. Ella se presenta en aquellos casos en que existe identidad en los bienes jurídicos o intereses sociales tutelados por distintas normas y sus respectivas sanciones. Precisamente en este elemento, creemos que se encuentra la clave a la hora de jugarlos por la existencia o no de una vulneración al principio non bis in ídem a partir de la imposición de sanciones penales y administrativas.

Establecido el marco teórico del principio non bis in ídem, nos corresponde entrar de lleno en el análisis del tema que nos convoca, y responder la interrogante en relación a si la aplicación conjunta de sanciones penales y administrativas, emanadas de los Tribunales de Justicia y de los órganos administrativos –la SVS en nuestro caso- implicarían o no un atentado al mencionado principio.

¹⁰⁹ Dougnac, Clemente. “Potestad sancionadora de la Superintendencia de Valores y Seguros, persecución penal en la Ley de Mercado de Valores chilena y el principio de non bis in ídem”, *Revista Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores*, n° 32 (2011): p. 9.

Se trata de una discusión que corresponde a un derivado de dos discusiones primarias a las que ya atendimos, las que dicen relación con la dependencia o no del Derecho Administrativo Sancionador al Derecho Penal y, a su vez, la existencia de una identidad ontológica entre las sanciones emanadas de uno y otro orden. En este sentido, el hecho de adherir a una u otra postura en relación a estas primeras discusiones, creemos que determinará a su vez la posición respecto a la existencia o no de vulneración al principio non bis in ídem.

Desde ya, sostenemos que señalar que la imposición conjunta de sanciones penales y administrativas derivaría en una vulneración al principio non bis in ídem es algo erróneo, ya que tal como hemos mencionado en el presente capítulo, el Derecho Administrativo Sancionador corresponde a una rama autónoma, y que actúa en un ámbito diverso al del Derecho Penal.

En atención a lo anterior, en la medida que un determinado hecho pueda ser subsumido en dos o más normas que posean un contenido y fundamento de ilicitud diferente, la imposición conjunta de dos o más sanciones -penales y administrativas- no contravendría el principio non bis in ídem.

Lo anterior creemos que se relaciona directamente con lo que se ha denominado por la doctrina como el principio de la independencia de las responsabilidades¹¹⁰, según el cual es completamente factible la existencia de distintos tipos de responsabilidades derivadas de un mismo hecho. Es lo que estaría en juego cuando de un mismo hecho se genera responsabilidad penal y administrativa, con distinto fundamento, y a partir de cada una de ellas se aplica una sanción, con diferentes fines.

¹¹⁰ Salinas, *Derecho Administrativo Sancionador*, p. 115.

Mientras la sanción penal persigue sancionar al agente que ha incurrido en una acción típicamente antijurídica y culpable, la sanción administrativa busca reprimir aquella actuación que importa una infracción al estándar de conducta exigible al administrado¹¹¹.

En este marco, la imposición conjunta de sanciones penales y administrativas no implicaría vulnerar el principio non bis in ídem, en la medida que no se sancione dos o más veces a un sujeto por su responsabilidad administrativa, o bien, dos o más veces por su responsabilidad penal. La sanción administrativa no implica doblar la sanción penal ni viceversa, ya que cada una de ellas actúa en ámbitos diferentes.

En palabras del profesor Mañalich, *“en la medida que no pueda objetarse la legitimidad de la configuración dualista de los regímenes sancionatorios en concurrencia, no hay base para una objeción de principio en contra de la admisibilidad de la sustanciación de procesos (jurisdiccionales o administrativos) encaminados a la potencial imposición de sanciones en uno y otro frente”*¹¹². De esta última cita, se desprende que en la hipótesis en disputa, no solo se da pleno cumplimiento a la prohibición de punición múltiple, sino también a la prohibición de juzgamiento múltiple, con lo que queda completamente garantizado el respeto al principio non bis in ídem.

De lleno en el ámbito del Mercado de Valores, debemos señalar que la problemática de la posible vulneración al principio non bis in ídem, derivado de la imposición conjunta de sanciones penales y administrativas, es de data reciente. El motivo de aquello se encuentra en que el antiguo sistema de procedimiento

¹¹¹ Salinas, *Derecho Administrativo Sancionador*, p. 117.

¹¹² Mañalich, “El principio ne bis in ídem”, p. 561.

penal no propiciaba la punibilidad de los delitos establecidos en la Ley de Mercado de Valores¹¹³.

Ahora, desde un punto de vista normativo, resulta interesante analizar la Ley de Mercado de Valores, puesto que en ella se encuentra consagrada expresamente la compatibilidad de la aplicación conjunta de sanciones penales y administrativas.

Aquello se manifiesta específicamente en el artículo 58 de la Ley de Mercado de Valores, el que en su inciso 3° señala que la calificación de un hecho como constitutivo de alguno de los delitos contemplados en los artículos 59 y 60 de la misma ley, y su correspondiente sanción, es sin perjuicio de las sanciones administrativas que pudiere aplicar la SVS por esa misma situación. De lo anterior, se desprende que *“la imposición de penas privativas de libertad por parte del correspondiente tribunal con jurisdicción en lo penal deja intacta, por expresa disposición legislativa, la posible imposición de sanciones pecuniarias por parte de la Superintendencia de Valores y Seguros”*¹¹⁴.

En definitiva, la vulneración o no del principio non bis in ídem dependerá de la postura que se tenga respecto a la autonomía del Derecho Administrativo Sancionador o su dependencia al Derecho Penal y, finalmente, quienes deberán decidir caso a caso por una u otra posición serán los Tribunales de Justicia, aun cuando creemos que hemos entregado razones contundentes por las que debería optarse por la autonomía de esta rama del Derecho, y la consiguiente legitimidad de la aplicación conjunta de sanciones penales y administrativas.

¹¹³ Dognac, “Potestad sancionadora de la Superintendencia”, p. 8.

¹¹⁴ Mañalich, “El principio ne bis in ídem”, p. 559.

3.8. La reformulación del concepto de Estado de Derecho y la Potestad Sancionadora de la Administración del Estado.

Para sustentar adecuadamente la posición aquí sostenida en relación a la autonomía de la Potestad Sancionadora de la Administración del Estado como parte del Derecho Público –y no del Derecho Penal- se hace necesario realizar una reformulación del concepto de Estado de Derecho vigente en la actualidad¹¹⁵.

Tal como lo adelantáramos, la doctrina tradicional se ha empeñado en sostener que el ejercicio de la Potestad Sancionadora es inconstitucional, y su actividad resulta más lesiva aún para el Estado de Derecho luego de comprobar la enorme proliferación que en las últimas décadas ha experimentado, al dotar a una gran cantidad de órganos administrativos de la posibilidad de ejercerla.

Este fenómeno es lo que el profesor Román Cordero ha denominado como la *“elefantiasis de las potestades sancionadoras de la Administración”*¹¹⁶, fenómeno que a juicio de la doctrina tradicional y más conservadora, representaría una *“irrupción desmedida de la Administración en el libre juego de las leyes del mercado”*¹¹⁷, lo que resultaría toda una paradoja, en la medida en que existe un sistema que busca poner fin a la intervención de la Administración del Estado, pero que no se ha percatado de la conservación e incluso aumento que han experimentado sus potestades sancionadoras con respecto de sus particulares, lo que manifestaría la supervivencia de un Estado fuerte y protagónico.

¹¹⁵ Román, “El castigo en el derecho administrativo”, p. 158.

¹¹⁶ Román, Cristián. “Los principios del Derecho Administrativo sancionador”, *Revista de Derecho Público*, n° 69 (2007): pp. 25-32.

¹¹⁷ Román, “El castigo en el derecho administrativo”, p. 157.

Si bien compartimos la observación de la enorme ramificación de la Potestad Sancionadora en distintos órganos de la Administración del Estado, puesto que la evidencia empírica es bastante categórica al respecto, creemos que aquello lejos de afectar o atacar el sistema económico actual y las leyes del mercado, sólo viene a complementar y hacerse cargo de las falencias evidenciadas en él, y que hoy producto de la globalización, alcanzan ribetes exponenciales que hacen necesario poner atajo y límites que prevengan o atenúen en cierta medida las consecuencias perjudiciales que pueden resultar para las personas a partir del riesgo propio derivado de ciertas actividades.

Consecuencia lógica del enorme desarrollo de la economía y la sociedad, es que las relaciones en sus distintos niveles se tornen más complejas, más especializadas, y a la vez más riesgosas. Esto último, principalmente debido a que en un mundo globalizado como el de hoy, la interconexión de las relaciones económico-sociales es prácticamente absoluta, por lo que las consecuencias – positivas o negativas- de las acciones u omisiones de los distintos actores, tienen repercusiones a una escala infinitamente superior a lo que sucedía en tiempos pasados.

En atención a lo anterior, y tal como ha sostenido el profesor Román Cordero, se hace necesario reformular el concepto de Estado de Derecho, así como restablecer los fines del Derecho Público, ya que dado este nuevo orden de cosas *“no puede seguir siendo el fin y objeto de aquellos conformar a los imperativos de esa rama del Derecho solo a los órganos del Estado, sino que también a los particulares, en especial aquellos que, de hecho o de derecho, en este nuevo escenario, detentan formidables poderes en el seno social”*¹¹⁸.

¹¹⁸ Román, “El castigo en el derecho administrativo”, p. 158.

Es decir, el nuevo orden social exige que el Derecho Público sin ánimo de desvirtuar el funcionamiento propio del sistema económico imperante, extienda su rango de aplicación a tal punto de alcanzar ciertas materias que representan una influencia directa y determinante en la vida de las personas, especialmente al comprobar que ciertos particulares en este nuevo orden social, poseen poderes exorbitantes en el seno social, materias que bajo un concepto tradicional del Derecho Público no serían susceptibles de regulación por esta rama del Derecho.

Ahora bien, entrando de lleno en el tema que nos convoca, ya sea que sigamos una postura tradicional o reformada del concepto de Derecho Público, en ambos casos vemos que la Potestad Sancionadora presenta gran relevancia en la regulación del Mercado de Valores, sin embargo, creemos que las verdaderas implicancias de ella sólo se logran percibir en el segundo sentido al que en este pasaje hemos hecho alusión. Es precisamente luego de establecer este nuevo sentido del concepto, que puede comprenderse que existe un verdadero imperativo jurídico para el Estado, en la medida que se le exige intervenir en aquellas actividades complejas que presenten riesgos para terceros, aun cuando su control pertenezca en principio a los particulares.

Esto último permite comprender en buena medida el estado actual de la regulación del Mercado de Valores, en la medida que incorpora ciertos elementos relativos a la intervención del Estado en el mercado, los que muchas veces son pasados por alto por aquellas personas con formación netamente económica, al concebir como infranqueable la relación entre la intervención del Estado y el desarrollo de la economía.

En el escenario actual de la regulación del Mercado de Valores, vemos que si bien existe una marcada inclinación a otorgar libertad a sus participantes

para buscar su propio equilibrio otorgándose su propia normativa mediante la autorregulación –lo que está bien-, también es cierto que el rol de la Administración se presenta como un complemento sustancial a dicha autorregulación, lo cual se manifiesta a través de dos planos de actuación.

En un primer escenario, la Administración tiene el deber de disponer la normativa adecuada que busque evitar los riesgos inherentes a ciertas actividades complejas, así como propiciar e incentivar a que los particulares o participantes lo hagan, tratándose de áreas altamente especializadas¹¹⁹, como sucede con el Mercado de Valores, en el que al menos se presume que son sus propios actores quienes se encuentran en la posición más idónea para disponer su regulación.

Por su parte, en un segundo plano de actuación, que podríamos señalar que es consecuencia del primer ámbito recién mencionado, vemos que la Administración cumple un rol sancionatorio, el cual se concreta mediante el ejercicio de la Potestad Sancionadora de la Administración del Estado, respecto de la cual nos hemos referido ampliamente en las páginas precedentes, y que resulta ser la respuesta que el órgano administrativo entrega frente a la infracción de la normativa aplicable.

Lo anterior es una clara manifestación de que hoy en día, poco a poco se han ido esfumando ciertos fundamentos o principios de la perspectiva tradicional del Estado-Sociedad, basada en una marcada separación entre ambas realidades, y de la mano de aquello, también ha tendido a desaparecer la contraposición entre las nociones de “regulación” y “autorregulación”, consolidándose así un nuevo marco regulatorio como lo es la *“autorregulación”*

¹¹⁹ Román, “El castigo en el derecho administrativo”, p. 159.

*regulada*¹²⁰, el cual de cierta manera ya ha sido explicado al analizar el ejercicio de la Potestad Sancionadora de la Administración del Estado, pero que debemos igualmente completar con un análisis más acabado de la Autorregulación del Mercado de Valores, lo cual será materia de los dos capítulos siguientes de la presente exposición.

¹²⁰ Darnacullea, Ma Mercé y Esteve, José. *Derecho administrativo y autorregulación*, 1ª ed. (Girona, España: Universitat de Girona, 2002).

CAPÍTULO IV. AUTORREGULACIÓN.

4.1. Introducción.

El modelo económico capitalista sustentado en la máxima obtención de ganancias y de su apropiación por parte de los privados, históricamente, desde los postulados keynesianos en adelante, ha debido encargarse de resolver ciertas fallas que surgen al interior de los mercados y que subyacen al modelo.

Tal como hemos manifestado con anterioridad, el modelo del mercado eficiente es un modelo relegado a la teoría, puesto que en la práctica todos los mercados se ven enfrentados a fallas. Por ello, el postulado de la economía clásica según el cual los mercados con información perfecta y eficiente son capaces de autorregularse, sin necesidad de intervención por parte de la autoridad estatal, en la práctica no es susceptible de concretarse.

La visión económica de quienes sostienen que el Mercado de Valores debe ser regulado por sus propias leyes, es decir, que el mismo sistema de manera, natural o artificial, emita su propia reglamentación, se contrapone a la postura de quienes consideran que necesariamente el mercado necesita del intervencionismo estatal, que se haga cargo de solucionar las fallas de mercado asociadas a él.

Es un debate que para la doctrina económica se ha dado a partir de los siglos XVIII y XIX, cuando se hiciera mundialmente conocida la teoría de la “mano invisible” de Adam Smith, según la cual, el mercado gracias a su propia racionalidad es capaz de autorregularse, siendo innecesario el intervencionismo estatal. Misma teoría que más adelante fuera respaldada, con matices, claro está,

por Friedrich Hayek¹²¹, quien sostiene que el Estado no debe intervenir en el desarrollo de la economía, puesto que el mercado es autosuficiente en la tarea de asignar de la manera más eficiente todos los recursos, apelando a la “mano invisible”.

Sin inclinarnos por una u otra postura, por ahora, debemos señalar que lo que está claro, es que a la hora de definir un sistema regulatorio aplicable al Mercado de Valores, es fundamental considerar la racionalidad económica que se traduce en la determinación de la relación costo-beneficio aparejada a su implementación. En relación a esta tarea, son *“muchos los factores que deben ser considerados a la hora de diseñar y evaluar un adecuado marco regulatorio para la efectiva operación de un mercado de valores. Preservar la competencia y proteger a los inversionistas son, probablemente, los principales objetivos de un adecuado marco regulador”*¹²².

Mientras la autorregulación evidencia importantes ventajas para los participantes del Mercado de Valores, en la medida que la normativa que les será aplicable emana de quien posee más conocimiento en la materia, tanto respecto a la competencia técnica como a sus desafíos, a la vez que disminuye los costos de transacción, por otra parte, presenta ciertas dificultades, de las cuales la principal dice relación con una situación inherente a los mecanismos de autocontrol, como lo son los “conflictos de interés”, entendidos como las alternativas de conducta frente a las que un individuo, producto de su posición de cercanía, puede sentirse más inclinado a privilegiar unas frente a las otras.

¹²¹ Tanto en Camino de servidumbre (1944) como en La Constitución de la Libertad (1959).

¹²² Lefort, Fernando. *Aspectos Generales de la Autorregulación del Mercado de Valores y su Aplicación al Mercado de Capitales Chileno* (Santiago, Chile: Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, 2005), p. 1. (Disponible en: http://www.safp.cl/portal/informes/581/articles-3487_pdf.pdf [consultado el 23 de noviembre de 2016]).

Por su parte, la regulación estatal entrega importantes garantías entorno a la regulación, fiscalización y sanción de las conductas vinculadas a las fallas de mercado presentes en este tipo de actividad económica, lo que a su vez, genera un aumento en la confianza del público inversor, lo que constituye uno de los principales baluartes del Mercado de Valores. Sin embargo, la regulación del mercado en manos de la autoridad estatal, manifiesta importantes falencias vinculadas a la adaptación y actualización normativa en virtud de las exigencias que el mercado constantemente va planteando, al mismo tiempo que tiende a ser un sistema que aumenta los costos de transacción, lo que se traduce en un alza para todos los participantes del Mercado de Valores.

El hecho de que en este capítulo hagamos mayor énfasis al sistema de autorregulación, se debe a que actualmente la gran mayoría de los mercados funciona bajo esta lógica, aun cuando para ser más precisos, debemos señalar que en prácticamente todos ellos se ha implementado un sistema de regulación mixta, la que como veremos más adelante, puede adoptar distintas variantes y denominaciones.

Surge entonces la pregunta respecto a la naturaleza jurídica de la autorregulación, en relación a la cual se discute si pertenece a un concepto propio del Derecho Público, o bien, corresponde a una institución propia del Derecho Privado.

Nosotros consideramos que la autorregulación es una institución que difícilmente puede encasillarse por completo en una de las mencionadas áreas del derecho, puesto que guarda relación con ambas. A este respecto, creemos que la autorregulación tiene aspectos del Derecho Público en la medida que la

actividad sea regulada o intervenida, y del Derecho privado, puesto que es justamente la órbita en la que se desenvuelve¹²³.

4.2. Concepto de Autorregulación.

La autorregulación es un concepto que, en términos amplios, se remite al origen mismo del derecho, de ahí que digamos que es un concepto de larga data.

No obstante, el área del derecho en el que la autorregulación ha alcanzado mayor desarrollo y relevancia, justamente dice relación con el mundo del Mercado de Valores, representando una de las instituciones más insignes de la economía capitalista y de su sistema de mercado, tal como lo manifestara Adam Smith en dos de sus más célebres obras, *“La teoría de los sentimientos morales”* y *“La riqueza de las naciones”*, ambas de la segunda mitad del siglo XVIII.

La autorregulación, en términos genéricos, puede ser entendida como el conjunto de mecanismos *“mediante los cuales los agentes de cualquier negocio o industria se ponen de acuerdo en unas reglas de juego, cuyo incumplimiento tiene repercusiones de distinta índoles y en donde no interviene el Estado”*¹²⁴.

Llevado al ámbito del Mercado de Valores, vemos que este sistema de regulación se presenta como idóneo –al menos en principio- para ser implementado en él, ya que responde correctamente a sus particularidades, las que son sumamente complejas a causa de la especialidad y carácter técnico de

¹²³ Rosillo, Mauricio. “La autorregulación en el Mercado de Valores”, *Revista de Derecho Privado Universidad de Los Andes*, n° 39 (2008): p. 9.

¹²⁴ Dirección Jurídica de Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia. *Doctrina de la Autorregulación del Mercado de Valores en Colombia 2001-2006*, 1° ed. (Bogotá, Colombia: AMV, 2007), p. 17.

sus materias, y por su evolución constante y vertiginosa. Dentro de este campo *“la autorregulación se convierte en el mecanismo a través del cual un grupo de agentes que participan en el mercado bursátil o extrabursátil conviene unas reglas de juego, las cuales representan los parámetros de conducta aceptados en el mercado”*¹²⁵.

Por su parte, desde una perspectiva jurídica, la autorregulación puede ser entendida como *“aquel modelo normativo en el cual la producción de normas es encargada a personas u organizaciones que desempeñan una función de creación de normas jurídicas respecto de ellos mismos y de otras personas que acepten su autoridad”*¹²⁶.

Es decir, la autorregulación, se traduce en una actividad, en un sistema por medio del cual los participantes del mercado se imponen normas de conducta, exigen su cumplimiento, y sancionan la violación de las mismas, estableciendo de esa manera un orden ético y funcional de carácter gremial complementario al derivado de la propia actividad bursátil. Esto último, es justamente lo que en la legislación nacional está dispuesto en el artículo 39 de la Ley de Mercado de Valores, el que como veremos, si bien no conceptualiza ni se refiere a la autorregulación de manera expresa, la consagra y radica plenamente en las Bolsas de Valores.

Si bien se desprende claramente de lo hasta aquí dicho, nos parece relevante reafirmar que la autorregulación no significa ausencia de normas reguladoras, sino que una manera diferente de crear esas normas, lo que a su vez determina su conceptualización. Hacemos hincapié en ello debido a que en la actualidad producto de la implementación de modelos de autorregulación

¹²⁵ Rosillo, “La autorregulación en el Mercado de Valores”, pp. 10-11.

¹²⁶ Castilla, Manuel. *Regulación y competencia en los Mercados de Valores*, 1ª ed. (Madrid, España: S.L. Civitas Ediciones, 2001), p. 106.

deficientes, es común que se confunda la autorregulación con la desregulación, conceptos que, al menos en lo teórico, no deben vincularse.

4.3. Funciones de la Autorregulación en el Mercado de Valores.

Del mismo concepto de autorregulación recién analizado, se desprende que éste es un modelo que para lograr una correcta aplicación y cumplimiento de su cometido, necesita desarrollar en detalle ciertas funciones que resultan esenciales.

Tal como veremos en la sección siguiente, dentro de los principales objetivos de la autorregulación, se encuentra la promoción de la protección a los inversionistas; la preservación de la competencia; la promoción de una adecuada regulación del mercado; el aseguramiento del debido proceso en la resolución de conflictos; la inclusión de los participantes del mercado en el proceso regulatorio, entre otros. Todos ellos, objetivos que no pueden concretarse sin un efectivo desarrollo de tres funciones fundamentales de los organismos autorreguladores: a) Función normativa; b) Función de supervisión; y, c) Función disciplinaria.

a) Función Normativa: Tal como se desprende del concepto de autorregulación entregado en la sección anterior, éste es un modelo que entrega la creación de normas a las personas u organizaciones que, a su vez, serán quienes quedarán sujetas a ellas. A este grupo se sumarán aquellas otras personas que acepten quedar sometidos a su autoridad.

Es decir, la función normativa es aquella en virtud de la cual, son los propios organismos autorregulados quienes dispondrán de las normas y reglamentos con los que se regirá el funcionamiento del Mercado de Valores, y

tal como veremos en la sección 4.5. del presente capítulo al analizar las ventajas de la autorregulación, el fundamento por el cual se consagra esta función, se encontraría principalmente en el mayor grado de conocimiento de la realidad regulada que poseen los operadores del Mercado de Valores, así como en el incentivo a cumplirla que genera el hecho de que sean ellos mismos sus creadores.

b) Función de Supervisión: Esta función dice relación con la obligación de fiscalizar que impone el modelo de autorregulación, en virtud de la cual, los organismos autorregulados deben monitorear de manera constante el cumplimiento de la normativa atinente a la regulación del Mercado de Valores, en todas las actividades y operaciones realizadas por parte de sus participantes.

De esta función, dependerá en buena medida la estabilidad que pueda presentar el mercado, ya que tiene directa incumbencia en la confianza con la que los participantes -y potenciales participantes- lo mirarán.

c) Función Disciplinaria: Directamente conectada con la supervisión, la función disciplinaria es la responsable de hacer que se cumpla la normativa relativa al Mercado de Valores.

Esta función, consiste básicamente en la imposición de sanciones a cada participante que haya vulnerado las normas y reglamentos relativos al mercado, variando su forma de manifestación según cada sistema. De esta manera, las sanciones aplicables a los participantes del mercado en virtud de la función disciplinaria, podrán ir desde la simple amonestación a la expulsión de él.

Aun cuando sea una función esencialmente represiva, una vez aplicada la sanción, la función disciplinaria permite cumplir con otras finalidades que

igualmente son de gran relevancia para el mercado, ya que, al menos en *“el campo teórico es bastante probable que la oportuna y adecuada sanción de malas prácticas motive a quienes aún no han sido sancionados a dejarlas, pues si ellos observan que la sanción es fuerte y sólida tal vez no quieran correr el riesgo de también ser sancionados”*¹²⁷. Es decir, la función disciplinaria junto con cumplir una rol represivo, también realizaría una tarea preventiva.

Si bien estas son las tres principales funciones que dispone la autorregulación, cabe precisar que el órgano que detente cada una de ellas no necesariamente siempre será el mismo, pudiendo variar en atención a los distintos modelos de autorregulación.

La regla general indica que será un mismo organismo autorregulador el que concentrará la tarea de dictar normativa, supervisar su cumplimiento, y sancionar a los participantes que la vulneren, sin embargo, tal como hemos señalado, dicho escenario puede variar de sistema en sistema, existiendo modelos en los que se presenta una división de funciones entre distintas entidades.

4.4. Objetivos de la Autorregulación en el Mercado de Valores.

La autorregulación desarrolla en detalle la función normativa, de supervisión y disciplinaria de los organismos de autorregulación e implementa los criterios que deben tener en cuenta este tipo de entidades en el ejercicio de sus funciones, al mismo tiempo que establece sus objetivos en relación al Mercado de Valores.

¹²⁷ Ariza, Ever. “Autorregulación en el Mercado de Valores en Colombia: Análisis de su Aspecto Disciplinario”, *Revista de la Maestría en Derecho Económico*, vol. 5, n° 5 (2009): p. 171.

Son muchos los factores que deben ser considerados a la hora de diseñar y evaluar un adecuado marco regulatorio que garantice el correcto funcionamiento de un Mercado de Valores. Entre los objetivos más importantes, los cuales constituyen los lineamientos básicos a los que apunta la autorregulación, “se encuentran los siguientes: (i) promover la protección a los inversionistas; (ii) preservar la competencia; (iii) promover una regulación apropiada a un costo justo y razonable; (iv) asegurar el proceso debido en la resolución de conflictos; y (v) incentivar la participación del mercado en el proceso regulatorio”¹²⁸.

(i) Promover la protección de los inversionistas: Respecto a este primer objetivo, debemos señalar que constituye un objetivo transversal a los distintos sistemas regulatorios –no sólo de la autorregulación-, puesto que tal como señaláramos con anterioridad, la confianza y el interés público que involucran las operaciones que se realizan en el Mercado de Valores, así lo exigen.

Es fundamental que así sea, ya que mientras mayor sea la protección a los inversionistas, mayor será el desarrollo de los mercados de capitales, lo que –como vimos- deriva en el crecimiento económico de un país, situación de la que Chile no está ajeno. De otra manera, el público inversionista simplemente optaría por retirarse del Mercado de Valores, y buscar una opción más atractiva y segura mediante la cual invertir.

(ii) Preservar la competencia: Otro de los objetivos a los que apunta la autorregulación, es garantizar que el Mercado de Valores sea un mercado libre y competitivo.

¹²⁸ Lefort, *Aspectos Generales de la Autorregulación*, p. 8.

La regulación dictada por los órganos autorreguladores debe estar orientada a fortalecer el correcto actuar por parte de los participantes del mercado, estableciendo un orden ético y funcional, que prevenga el fraude y otro tipo de malas prácticas.

(iii) Promover una regulación apropiada a un costo justo y razonable: Este objetivo es –probablemente- el más característico del sistema de autorregulación, a la vez que corresponde a uno de sus principales fundamentos.

Bajo este objetivo, *“la legislación y regulación debe promover el desarrollo del mercado y no dictar la forma en la que éste se desarrolla”*¹²⁹. Es decir, la legislación y la intervención estatal que busque regular el Mercado de Valores deben quedar circunscritas netamente a propiciar un escenario en el cual las leyes del mercado se expresen en plenitud, ya que en aplicación de un sistema de autorregulación, todo lo que traspase aquel límite constituiría un entorpecimiento, en lugar de ser un aporte.

(iv) Asegurar el debido proceso en la resolución de conflictos: Muy vinculado al objetivo recién analizado, otro de los lineamientos que debe considerar un adecuado sistema de autorregulación, es propender a generar procedimientos de resolución de conflictos -tanto a nivel de la regulación, supervisión y sanción- que estén basados en la racionalidad económica, es decir, un análisis costo-beneficio.

Los principales aspectos a considerar en este punto, dicen relación, por ejemplo, con *“evitar la duplicación de supervisión sobre corredores y otros participantes del mercado, armonizar las regulaciones, interpretaciones de las*

¹²⁹ Lefort, *Aspectos Generales de la Autorregulación*, p. 8.

*normas y sanciones aplicadas por los diferentes entes regulatorios y organizaciones autorreguladas (SRO), revisar normas que se encuentren obsoletas, desarrollar mecanismos de control interno y auto-evaluación por parte de los diferentes participantes en el mercado*¹³⁰.

De los aspectos recién mencionados, nos parece que los de mayor relevancia e interés corresponden a la búsqueda de evitar la duplicación de supervisión, aspecto que será abordado al analizar las ventajas de la autorregulación, así como las sanciones aplicadas por las distintas entidades que detentan la facultad sancionadora.

(v) Incentivar la participación del mercado en el proceso regulatorio: Es evidente que la regulación del Mercado de Valores es una materia compleja, que necesita ser tratada con suma cautela.

Es fundamental que el sistema de regulación que se implemente busque detectar tempranamente las falencias que experimente, de forma tal que puedan ser solucionadas a tiempo, reservando la aplicación de procedimientos y sanciones sólo para aquellos casos en que se manifiesten las falencias y debilidades presentes en el mercado.

En este escenario, el objetivo de la autorregulación es crear un sistema que esté *“pensado para canalizar input desde los participantes hacia el aparato regulador y supervisor, incentivando el rol de ente autorregulador de las bolsas de valores”*¹³¹. Esto es, un sistema en el cual los distintos participantes del Mercado de Valores contribuyan al perfeccionamiento del marco regulatorio.

¹³⁰ Lefort, *Aspectos Generales de la Autorregulación*, p. 9.

¹³¹ Lefort, *Aspectos Generales de la Autorregulación*, p. 9.

4.5. Ventajas y Desventajas de la Autorregulación en el Mercado de Valores.

Tal como adelantáramos, históricamente no ha existido un consenso respecto al sistema regulatorio que debe aplicarse en los Mercados de Valores, y es por ello, que doctrinariamente se han identificado las ventajas y desventajas que presenta cada uno de ellos.

A continuación analizaremos los aspectos positivos y negativos que acarrea la implementación de la autorregulación en los mercados, aunque en este punto debemos hacer la salvedad de que parte de la doctrina *rechaza “abordar el examen de las ventajas e inconvenientes de la autorregulación en términos apriorísticos, considerando que el mismo sólo cobra sentido en relación a los pros y contras de la regulación pública en un mercado o sector económico determinado”*¹³². Es decir, bajo aquella perspectiva resultaría estéril realizar una descripción de las ventajas y desventajas sin tener a la vista un mercado en el que se aplique la autorregulación.

Si bien estamos de acuerdo en parte con aquella mirada, creemos que la determinación de los beneficios y problemáticas que la autorregulación acarrea, sin circunscribirla a un determinado mercado, resulta igualmente útil, en la medida que el universo de ventajas y desventajas que presenta la autorregulación es uno sólo, y lo que varía dependiendo de cada mercado corresponde a una cuestión de cantidad e intensidad en que éstas se presenten.

¹³² Cuenca, José Manuel. “Autorregulación y Mercados Financieros”, *Revista Información Comercial. Sistema Financiero: Novedades y Tendencias*, n° 801 (2002): p. 128.

4.5.1. Ventajas de la Autorregulación.

En términos generales, el argumento más común y que engloba, a su vez, los demás argumentos a favor de la implementación del método de la autorregulación, dice relación con el alto nivel de eficiencia que permite alcanzar en la regulación del Mercado de Valores.

Este principal argumento a favor de la autorregulación estaría dado por un conjunto de ventajas que se desprenden de dicho método, dentro de las cuales consideraremos las siguientes: **(i)** El alto grado de conocimiento de la realidad regulada de los operadores del Mercado de Valores; **(ii)** La flexibilidad para responder a las necesidades del mercado (eliminación de la burocracia); **(iii)** La facilidad y rapidez en el acceso a la información y eventos que ocurren en el mercado, lo que deriva en una disminución de los costos de información, operación, supervisión y sanción; **(iv)** La asunción de los costos de transacción, incluyendo los mencionados en el punto anterior, por parte de los mismos participantes del Mercado de Valores; y, **(v)** La creación de normativa por quienes quedarán sujetos a ella, lo que genera un incentivo a cumplirla.

(i) El alto grado de conocimiento de la realidad regulada de los operadores del Mercado de Valores.

Sin duda una de las principales ventajas que presenta la autorregulación consiste en el alto nivel de conocimiento de la realidad regulada que alcanza, en la medida que entrega la tarea de llevar a cabo la regulación a los propios operadores del mercado. Al ser ellos quienes interactúan día a día con las condiciones del mercado, se entiende que son también quienes de mejor manera

están al tanto de sus falencias y virtudes, pudiendo atender de mejor manera a sus necesidades.

El alto grado de especialización y conocimiento técnico de los operadores encargados de la autorregulación, posibilitaría la realización de un manejo más eficiente y eficaz de las nuevas necesidades experimentadas en el mercado, lo cual representa una importante ventaja en relación a aquellos sistemas en que el Estado es el principal interventor, puesto que se señala que éste último *“generalmente está desprovisto de los conocimientos técnicos adecuados para enfrentar determinados fenómenos”*¹³³.

Bajo este sistema, se entiende que los operadores a través de su experiencia cotidiana han internalizado las fortalezas y debilidades del mercado en el que actúan, de modo tal, que no sólo estarán capacitados para anticiparse a los problemas, sino que también en cuanto se presente la necesidad de regular, fácilmente podrán identificar la mejor alternativa a seguir.

(ii) La flexibilidad para responder a las necesidades del mercado (eliminación de la burocracia).

Muy vinculado con el análisis de la ventaja anterior relativa al conocimiento técnico de los operadores encargados de la autorregulación, se desprende una segunda, la cual dice relación con la mayor flexibilidad y oportunidad, que este sistema brindaría a la hora de responder a las necesidades del mercado.

Ahora bien, a diferencia de la ventaja anterior, la flexibilidad a la que hacemos mención en este punto no se refiere a la que proporciona el mayor grado de conocimiento técnico de los reguladores, sino a la simplicidad operativa

¹³³ Rosillo, “La autorregulación en el Mercado de Valores”, p. 7.

de la que gozan las entidades autorreguladoras en la medida que no se encuentran sujetas a la observancia de las formalidades propias de la emisión y modificación de normativa derivada de los procedimientos legislativos y administrativos, los que se caracterizan por ser sumamente lentos, producto de la burocracia que involucran.

Esta flexibilidad no sólo alcanza la emisión y modificación de normas, sino que también se refiere a la menor rigidez que permite la autorregulación respecto a los trámites y procedimientos por los cuales se realiza el control disciplinario de los participantes del mercado *“en comparación con aquellos aplicados por las entidades de carácter estatal, derivados de la estructura administrativa propia de estos organismos que usualmente deben cumplir con procesos más complejos y que requieren de mayor tiempo”*¹³⁴.

(iii) La facilidad y rapidez en el acceso a la información y eventos que ocurren en el mercado, lo que deriva en una disminución de los costos de información, operación, supervisión y sanción.

Ya hemos adelantado algo respecto a la facilidad e inmediatez con que la autorregulación responde a las situaciones que se presentan en el mercado. Al respecto, debemos señalar que éste es un sistema que se ajusta perfectamente a la rapidez y a la vertiginosa evolución que experimenta el Mercado de Valores día a día, lo que obviamente acarrea enormes beneficios desde el punto de vista normativo y de corrección de malas prácticas.

Es precisamente a partir de la facilidad y rapidez con que las entidades autorreguladoras responden a las distintas situaciones que se presentan en el Mercado de Valores, que se deriva la disminución de los costos de información,

¹³⁴ Rosillo, “La autorregulación en el Mercado de Valores”, p. 13.

transacción, supervisión y sanción. Pero tales ventajas no sólo traen aparejada una disminución en los costos operacionales, sino que también conllevan una reducción en los costos involucrados en los procedimientos normativos de los autorreguladores, tal como se anticipara en el punto anterior.

Esta disminución en los distintos costos inherentes a los procesos que se gestan en el Mercado de Valores, son una consecuencia propia del mayor grado de conocimiento que poseen los agentes autorreguladores en la materia, tal como ya se anticipara. Sin embargo, debemos especificar que los mencionados costos disminuyen además producto de que, los procesos normativos se benefician de la relación de confianza mutua existente entre los distintos participantes del sistema autorregulador, y por su parte, los procesos operacionales bajo el amparo de la autorregulación gozan de una cercanía tal con el órgano autorregulador que les permite actuar de la forma más eficiente posible. En ésta última situación también se encontrarían los procesos de supervisión y sanción.

(iv) La asunción de los costos de transacción por parte de los mismos participantes del Mercado de Valores.

Otra de las ventajas que la autorregulación presenta desde un punto de vista económico, se encuentra en que quienes principalmente soportan el costo de la regulación del mercado son precisamente los propios miembros de la industria. Es decir, será la propia industria quien solventará el costo de su propia regulación, a diferencia de lo que sucede con la regulación estatal, la que como es lógico, con independencia de la intensidad con que ella se presente, será asumida por las arcas fiscales, y consecuentemente, por todos los ciudadanos, independientemente de que participen o no del mercado.

(v) La creación de normativa por quienes quedarán sujetos a ella, genera un incentivo a cumplirla.

Por último, una de las principales ventajas que presenta la autorregulación consiste en el alto nivel de aceptación que la normativa emanada de ella presenta entre quienes se encuentran sujetos a la regulación.

El motivo de lo anterior, se debe, por una parte, a que queramos o no, el Mercado de Valores todavía es uno de los bastiones de la histórica rivalidad y reticencia existente entre privados y la Administración o el Estado.

Por otra, creemos que el origen de esta ventaja de la autorregulación no sólo se encuentra en un fundamento histórico, sino que además, existe una razón de carácter económica e incluso psicológica que hace que los regulados propendan al cumplimiento y sujeción de la norma. Esta razón, se encontraría en el hecho de que en la medida en que la regulación es dictada por los propios pares, produce un efecto entre los miembros de la industria que les hace presumir que la normativa se ha elaborado con un grado de conocimiento que únicamente podría ser alcanzado por los propios participantes de ella, lo cual genera cierta sensación de pertenencia de la norma, y consecuentemente, de aceptación.

Por último, y derechamente vinculado a la última razón mencionada, la autorregulación presenta ventajas en el cumplimiento de la normativa por parte los regulados, debido a que existen ciertos incentivos de carácter reputacional que hacen que cada uno de los participantes se sienta compelido a cumplir con la normativa emanada de sus propios pares.

4.5.2. Desventajas de la Autorregulación.

La verdad es que no son pocas las críticas que se han planteado en relación al método de la autorregulación, la mayoría de ellas como resultado del largo historial de casos problemáticos que se han producido en los mercados en que ella recibe aplicación, lo que denota un sistema que presenta ciertas falencias en la práctica.

Dentro de las desventajas que se le pueden adjudicar a la autorregulación se encuentran las siguientes: **(i)** La falta de legitimidad producto de la existencia de conflictos de interés; **(ii)** Propicia la generación de normativa ineficiente o inadecuada; **(iii)** Posee una naturaleza anticompetitiva; y, **(iv)** Es un sistema que presenta debilidades en la aplicación de sanciones.

(i) La falta de legitimidad motivada por la existencia de conflictos de interés.

Como una primera desventaja que presenta la autorregulación, nos referiremos a su falta de legitimidad generada por la presencia de conflictos de interés, puesto que creemos que a partir de esta dificultad se derivan las restantes desventajas que hemos mencionado.

La falta de legitimidad es la principal crítica que los juristas hacen a la autorregulación, y su origen se encuentra en la poca representatividad con la que se configura, al considerar que corresponde a un sistema cuyos cimientos se ubican en el corporativismo, es decir, en la entrega de la función regulatoria a ciertos grupos socioeconómicos determinados, reducidos, y no democráticos.

En este sentido, cabe señalar que las dificultades relativas a su legitimidad se presentan tanto en un nivel externo como interno¹³⁵. Mientras que en un nivel externo, la poca legitimidad está dada por la distancia con la que los actores sociales que no forman parte del círculo autorregulatorio la perciben, a nivel interno, aquello se genera por la suspicacia con la que en ocasiones, ciertos miembros de dicho círculo perciben la regulación propiciada por los miembros más influyentes.

Ahora bien, el bajo nivel de legitimidad o la distancia con la que externamente e internamente puede ser concebida la autorregulación, posee una razón. Ella se encuentra en la presencia de conflictos de interés que claramente se manifiestan en un sistema regulatorio como el analizado. Es evidente, desde la perspectiva de los actores que no forman parte del ámbito autorregulado, que existen claros incentivos para que los miembros de él, dictaminen la regulación que más favorable resulte a los intereses de la industria, independientemente de que aquello pueda derivar en una afectación a terceros ajenos. Por su parte, y mirando la problemática desde la perspectiva de ciertos miembros del sistema autorregulado, resulta inquietante el hecho de que, en oportunidades, la regulación sea determinada por aquellos miembros más influyentes del mercado, los que lógicamente poseen incentivos para disponer de normativa que los tienda a beneficiar, aun cuando ello pueda resultar perjudicial al resto de los miembros.

En definitiva, la autorregulación genera dudas acerca de la neutralidad con la que sus miembros dictarán la regulación, neutralidad que es considerada por muchos como la piedra angular de un adecuado sistema regulatorio¹³⁶.

- (ii) La generación de normativa ineficiente o inadecuada.

¹³⁵ Cuenca, "Autorregulación y Mercados Financieros", pp. 126-127.

¹³⁶ Cuenca, "Autorregulación y Mercados Financieros", p. 127.

Directamente vinculada a la crítica relativa a la falta de legitimidad y los conflictos de interés, la autorregulación presenta una segunda desventaja que consiste en la ineficacia en la producción de normativa.

Las dificultades que experimenta la autorregulación en la generación de normativa adecuada, se fundan en el hecho de que son los mismos sujetos que deberán soportar lo dispuesto en la norma, quienes están a cargo de dictarla. Por ello, existe un incentivo evidente para evadir u ocultar ciertas prácticas indebidas que pueden realizarse en el mercado, de modo tal que la normativa no las alcance. Es decir, la autorregulación representa un riesgo regulatorio, en la medida que, en cierto sentido, genera incentivos para que los miembros encargados de autorregularse, se impongan regulación ineficiente o inadecuada, o bien, dejen de imponerse regulación necesaria para tutelar los intereses del mercado en general y el orden público económico.

Por último, y muy vinculado a lo que hacíamos mención en el punto anterior, otro posible motivo de que la autorregulación produzca normativa ineficiente, se encuentra en que puede suscitar casos en los que ciertos miembros en consideración a su mayor grado de influencia, tengan mayor participación en la dictación de la normativa, vulnerando el principio de igualdad que debe existir entre los miembros, y propiciando la posibilidad de que se genere normativa inadecuada.

(iii) La autorregulación posee naturaleza anticompetitiva.

Como tercera desventaja de la autorregulación, y una de las principales críticas que se le atribuyen, se señala que ella sería un sistema regulatorio con

una irrefrenable inclinación a restringir la competencia¹³⁷, es decir, tendría una naturaleza anticompetitiva.

Para señalar lo anterior, una vez más el fundamento debe ser reconducido a los conflictos de interés que genera la autorregulación, puesto que ellos serían los responsables de incentivar a los actores más poderosos o con mayor influencia en el mercado, a utilizar la autorregulación como instrumento que sirva para obtener beneficios por sobre de los que obtendrían en un mercado competitivo perfecto.

Es la búsqueda de la maximización de los beneficios, como parte íntegramente perteneciente a las leyes del mercado, el elemento que a la postre, produce el riesgo de que los participantes encargados de concretar su autorregulación, actúen guiados por sus intereses particulares, por sobre el interés público, con el consecuente peligro que aquello involucra para el orden público económico.

(iv) Dificultades en la imposición de sanciones.

Por último, y como cuarta desventaja, se ha sostenido que la autorregulación es un sistema que presenta dificultades a la hora de imponer sanciones, es decir, posee un *enforcement* por debajo de lo deseable.

A este respecto, la principal dificultad se encontraría en que la autorregulación sería un sistema adecuado para regular ciertos grupos cerrados y muy acotados, decididamente comprometidos con dar cabal cumplimiento a la normativa autoimpuesta, pero no así para regular mercados de mayor tamaño, en los que existe una pluralidad de participantes.

¹³⁷ Cuenca, "Autorregulación y Mercados Financieros", p. 127.

El motivo de esto último, se encontraría en que en los mercados de mayor tamaño, es difícil que la totalidad de los participantes se encuentren alineados entorno a dar absoluto cumplimiento a la norma. Por ello, en dicho contexto, se hace necesario un sistema regulatorio fuerte, que desde la perspectiva de los regulados importe claridad respecto a que frente a una determinada infracción normativa, el sistema no tendrá problemas en imponer la sanción correspondiente.

En este sentido, existen voces que señalan que la autorregulación no ofrecería a los ojos de los inversionistas y del mercado en general, la imagen de justicia y equidad que sí entrega el sistema normativo tradicional, en que la regulación está a cargo de la autoridad estatal. La autorregulación adolecería del necesario imperio estatal, es decir, de la posibilidad cierta de hacer respetar la normativa vigente mediante la utilización legítima de la fuerza. Es por ello, que la autorregulación no sería un sistema apto para regular el Mercado de Valores actual.

4.6. La Autorregulación Regulada.

Tradicionalmente el estudio de los sistemas regulatorios ha estado determinado por una visión binaria marcada por la disociación entre lo público y lo privado, basándose en el principio de separación existente en la relación Particular-Estado, e identificando únicamente dos visiones o posturas posibles totalmente opuestas: la regulación estatal y la autorregulación.

En este contexto, mientras que la regulación estatal es entendida como la intervención de carácter administrativa orientada a tutelar el interés público

general, mediante el ejercicio del imperio del Estado; la autorregulación ha sido percibida como un sistema que confía en que el mercado –el mundo privado- de manera autónoma y natural llegará a su propio equilibrio, sin necesidad de la intervención estatal.

Desde la perspectiva tradicional e histórica, la idea de la disociación que existiría en la relación entre el Estado y sus particulares y, más aún, entre el Estado y los mercados, parece ser que ha calado hondo en los teóricos de las ciencias económicas y jurídicas, convirtiéndose en una especie de dogma, que creemos que es necesario derribar.

El motivo por el que consideramos apropiado acabar con dicha dicotomía, está lejos de ser motivado por el romanticismo de entender que el Estado –lo público- y los particulares –lo privado- no pueden ser considerados rivales, sin más. La razón por la que sostenemos aquello, se debe a que en el contexto de un mundo globalizado como el actual, dicha oposición ha quedado completamente obsoleta.

Hoy en día, la integración de los distintos ámbitos de la vida, hacen que las problemáticas enfrentadas en cada uno de ellos tengan repercusiones globales, y de este modo, las distintas actividades han dejado de estar circunscritas a determinados sectores, llegando a comprometer el interés público general. Es decir, lo que actualmente se advierte es una deslocalización de lo público y lo privado, difuminándose el contorno en el que uno y otro habitan¹³⁸.

Debemos dejar atrás aquellos postulados de la teoría tradicional económica, y dar paso a una nueva concepción del Estado, un Estado que se preocupa de garantizar la protección al orden público en las distintas actividades

¹³⁸ Esteve, José. *Autorregulación: génesis y efectos* (Navarra, España: Aranzadi, 2002), p. 167.

que signifiquen un compromiso de él, y que en dicha tarea, incluya a la autorregulación como instrumento al servicio de los intereses generales¹³⁹.

El nuevo escenario social exige que la regulación estatal y la autorregulación, hasta entonces concebidos como rivales, se articulen en pro del bien social tomando lo mejor de cada una de ellas. Es precisamente a esta necesaria articulación a lo que nos referimos al hablar de “autorregulación regulada”. Es una respuesta a las necesidades públicas entregada por la autorregulación, dentro de un marco y condiciones definidas previamente desde las instancias públicas¹⁴⁰.

Es evidente que actualmente existen distintos ámbitos en que se complementa la regulación administrativa estatal con la autorregulación, sin ir más lejos, el Mercado de Valores que aquí nos convoca, es uno de ellos. Sin embargo, creemos que a pesar de que hoy en día reciben aplicación sistemas mixtos de regulación, los paradigmas y postulados de la teoría tradicional económica aún siguen vigentes.

La autorregulación regulada, por tanto, creemos que más que representar un punto medio entre los sistemas tradicionales de regulación, constituye una reformulación de los conceptos clásicos que se han delineado desde la Economía y el Derecho, posibilitando así, una armonía entre lo público y lo privado que, *a priori*, nos debería resultar de la más sencilla lógica y naturalidad, pero que en lo concreto, no sucede.

Esto no se trata de atender a los caprichos de la moda o las nuevas tendencias regulatorias. Se trata de seguir lo que parece ser la única vía de

¹³⁹ Darnaculleta y Esteve, *Derecho administrativo y autorregulación*, p. 22.

¹⁴⁰ Esteve, *Autorregulación: génesis y efectos*, pp. 168-169.

desarrollo y mantenimiento del Derecho Público en una sociedad compleja y dinámica como la actual¹⁴¹. Es sobre esta materia que dedicaremos el siguiente capítulo de la presente exposición, enfocándola derechamente desde el ámbito del Mercado de Valores.

¹⁴¹ Esteve, *Autorregulación: génesis y efectos*, p. 169.

CAPÍTULO V. REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES CHILENO Y SU VÍNCULO CON LA AUTORREGULACIÓN REGULADA.

5.1. Introducción.

Ya hemos establecido un marco teórico respecto a las principales funciones de la SVS, con especial énfasis en el ejercicio de la Potestad Sancionadora, y así también, hemos abordado la autorregulación en general, entregando una aproximación a la autorregulación regulada sobre el final. Ahora nos corresponde abordar el tema relativo a la regulación vigente en la actualidad en el Mercado de Valores chileno, enfocándonos principalmente en analizar la relación existente entre la regulación impuesta por la SVS y la autorregulación, así como lo aconsejable o necesario que puede resultar la aceptación y consolidación de la autorregulación regulada en dicha área.

En este sentido y, como punto de partida, sostenemos que un sistema como el de la autorregulación regulada, resulta completamente pertinente y necesario en el contexto actual del Mercado de Valores.

La sociedad actual está lejos de asimilarse a aquella en que el Derecho Público surgió como un límite al poder monárquico, entregando resguardo al sector privado o sociedad civil de aquel entonces. Hoy en día, es en la sociedad civil – y no en el Estado- el lugar donde se concentra el poder. El poder económico, político, religioso, tecnológico, científico, informático, etc., prácticamente por completo se encuentra en los haberes del mundo privado.

Cada una de estas materias, tan relevantes para el interés público general, hoy en día experimenta un desarrollo explosivo y sostenido, lo cual genera que

el Estado muchas veces se vea imposibilitado de abordarlas de una forma que le permita alcanzar el conocimiento adecuado y necesario para tomar las decisiones que requiere cada una de ellas. Precisamente una de las materias que presenta mayores inconvenientes al respecto, corresponde al Mercado de Valores.

La complejidad y dinamismo con la que el Mercado de Valores se desenvuelve, hace que difícilmente el Estado pueda alcanzar el nivel deseable de conocimiento y pericia necesarios para concentrar la totalidad de las decisiones relativas a él. De esta manera, el Mercado de Valores representa un escenario en el que resulta absolutamente necesario que exista una perfecta comunicación entre lo público y lo privado, puesto que, si bien quienes se encuentran en mejor posición para llevar a cabo su regulación son sus propios participantes, no podemos olvidar que las decisiones que se tomen en él, tienen una repercusión global y que, por tanto, comprometen el interés público general.

El Mercado de Valores es un ámbito en el que, en la actualidad, las líneas de lo público y lo privado prácticamente desaparecen por completo, pero que desde el punto de vista regulatorio sigue conservando cierta distancia entre la regulación impuesta por la autoridad administrativa y la regulación impuesta por sus propios participantes, es decir, la autorregulación. De ahí que resulte necesario adoptar un mecanismo regulatorio que se haga cargo de aquello, lo que a nuestro juicio, podemos encontrarlo en la autorregulación regulada.

5.2. La Autorregulación Regulada y su aplicación en el Mercado de Valores.

Tal como hemos explicado hasta aquí, la Ley de Mercado de Valores al momento de establecer la forma o estructura mediante la cual el mercado debe

normarse, manifestó una clara inclinación hacia la autorregulación, en concordancia también a lo que en ese momento era la tendencia en el resto del mundo.

Así las cosas, nuestro legislador dejando entrever cierta desconfianza hacia la autoridad estatal, mediante la Ley de Mercado de Valores delimita los poderes generales regulatorios entregados al Servicio respectivo, en este caso a la SVS, *"tratando de evitar excesos discrecionales que pudieran presentarse en el futuro, y pone contrapesos a aquellas legítimas atribuciones de la autoridad de modo que éstas se ejerzan dentro de un marco de ecuanimidad que contribuya al desarrollo del mercado de capitales"*¹⁴².

De lo anterior se desprende que, si bien el legislador tuvo una clara intención de establecer un sistema regulatorio basado en la autorregulación, igualmente -aunque muy limitado- deja cierto espacio a la regulación proveniente del órgano administrativo respectivo. Es un sistema mixto, aunque con una evidente inclinación de la balanza hacia cierto sector.

Parece ser que, en la práctica, *"la buena gobernanza regulatoria requiere aparentemente de una mirada más amplia, pública y privada"*¹⁴³, escapando en buena medida de la dicotomía tradicional de ambos conceptos. Esto es lo que caracteriza el sistema de la autorregulación regulada aquí defendido, y precisamente por ello, es que creemos que debe ser implementado con fuerza en el Mercado de Valores chileno.

Debemos romper con la ilógica y recalcitrante distancia entre lo público y

¹⁴² Historia de la Ley N° 18.045, *Ley de Mercado de Valores*, p. 35.

¹⁴³ Ferrada, Juan Carlos y Tapia, Javier. "Potestades públicas y ámbito privado en el sector eléctrico chileno: el caso de los CDEC como organismos autorreguladores", *Revista chilena de Derecho*, vol. 42, n°1 (2015): p. 126.

lo privado, más aún en un ámbito como el del Mercado de Valores cuyo funcionamiento necesita sacar lo mejor de cada uno de ellos, permitiendo de algún modo acabar con la reticencia con la que actualmente es visto por los administrados el ejercicio de las distintas labores por parte del órgano administrativo, lo que, en todo caso, no deja de resultar paradójico cuando son precisamente los ciudadanos los que debiesen ser los primeros interesados en ello.

El paso que la regulación del Mercado de Valores podría dar mediante la aplicación de la autorregulación regulada es realmente relevante, y en palabras del profesor Nieto, importaría *"alterar hasta el mismo fondo los planteamientos tradicionales: no se trata del Estado contra los ciudadanos (como ahora se piensa) sino del Estado junto con los ciudadanos contra los infractores"*¹⁴⁴. Por sutil y de fondo que sea este cambio, creemos que esta variación en los cimientos de la perspectiva de lo público y lo privado, es la única manera de que un sistema regulatorio resulte eficiente.

La colaboración social que propone la autorregulación regulada se gesta desde una perspectiva completamente distinta a la actual, motivo por el cual las fases del procedimiento regulatorio, fiscalizador y sancionatorio deben acercarse al regulado, haciéndose más inclusivas, y generando mayor pertenencia. Probablemente iniciativas como la creación de la Comisión para el Mercado Financiero abordada con anterioridad, constituyen una manifestación de lo que venimos planteando, y francamente esperamos que contribuyan a aquello.

¹⁴⁴ Nieto, *Derecho administrativo sancionador*, 1ª ed., p. 38.

5.3. La regulación vigente en el Mercado de Valores chileno y su consagración normativa.

Ya hemos enunciado que actualmente en el Mercado de Valores rige un sistema regulatorio mixto, en el que la regulación principalmente se deja en manos de sus propios actores, complementándose con la labor que cumple en dicha materia la Superintendencia como órgano administrativo competente. Es en dicho escenario donde, a juicio nuestro, se hace necesario que dicho sistema regulatorio derive en otro más adecuado a sus desafíos, como lo es la denominada autorregulación regulada.

Ahora bien, en atención a lo anterior, cabe preguntarnos acerca de cuál es la consagración normativa que hoy por hoy posee la autorregulación, así como la función regulatoria de la Superintendencia, para que una vez definida, podamos analizar si las disposiciones vigentes permitirían o no la incorporación de un enfoque regulatorio como el de la autorregulación regulada, el que como hemos adelantado, más que traer consecuencias al derecho positivo directamente, busca cambiar los paradigmas tradicionales que han existido en este ámbito.

5.3.1. Consagración normativa de la Potestad Normativa de la Superintendencia de Valores y Seguros.

Ya nos hemos referido a la potestad regulatoria o normativa de la Superintendencia al analizar las potestades y funciones de la SVS en el Capítulo II de la presente exposición, momento el que señalamos que, en términos generales, es aquella potestad mediante la cual la SVS establece la estrategia regulatoria aplicable al Mercado de Valores, y que se materializa mediante la dictación de la normativa pertinente.

Ahora, en relación a su consagración normativa, debemos señalar que ella se encuentra esencialmente en el Decreto Ley N° 3.538 de 1980, que crea la SVS, mismo cuerpo normativo que se ha denominado como la “Ley Orgánica de la Superintendencia de Valores y Seguros”. A su vez, la potestad normativa de la Superintendencia también se encontraría consagrada de una manera menos directa, en la Ley de Mercado de Valores.

En este sentido, del análisis del D.L N° 3.538 se desprende que, probablemente la disposición de mayor relevancia en la materia, y donde se consagraría la potestad normativa o regulatoria de la SVS más claramente, corresponde al artículo 4, específicamente en su letra a).

Esto debido a que el art. 4 letra a) del mencionado cuerpo legal, dispone que dentro de las atribuciones de las que está investida la Superintendencia para velar por el cumplimiento de la normativa que rige el Mercado de Valores, se encuentra la de *“fijar normas, impartir instrucciones y dictar órdenes para su aplicación y cumplimiento”*.

La anterior disposición se complementarían a su vez, con otros literales del mismo artículo 4, como los son las letras e), i) k) y o), en virtud de los cuales, la Superintendencia se encuentra facultada para dictar normativa relativa de diversas materias tales como, la manera en que se debe confeccionar y presentar la información financiera por parte de los regulados; asegurar la fidelidad de la documentación presentada y requerida a los fiscalizados; regular el contenido de los dictámenes de los auditores externos e inspectores de cuentas; establecer la forma, plazos y procedimientos para permitir que los fiscalizados presenten la información requerida, entre otros.

Por otra parte, la potestad regulatoria de la Superintendencia también se encuentra consagrada de manera indirecta en la Ley de Mercado de Valores, en la medida en que existe un sin número de materias contempladas en la Ley de Mercado de Valores que según sus disposiciones, quedan entregadas a la potestad regulatoria de la Superintendencia mediante la dictación de nomas de carácter general.

Ahora bien, la enorme cantidad de disposiciones de la Ley de Mercado de Valores que entrega la regulación de materias a la Superintendencia mediante una norma de carácter general, impide que podamos referirnos a cada una de ellas. Sin embargo, en este punto nos parece interesante referirnos al artículo 39 de dicha ley.

El artículo 39 al referirse al deber de las Bolsas de Valores de reglamentar su actividad bursátil y la de los corredores, señala que dicha reglamentación es *“sin perjuicio de la facultad de la Superintendencia para impartir a las bolsas y a sus corredores las instrucciones y normas que estime necesarias para el cumplimiento de los objetivos señalados en el inciso anterior”*, es decir, velando por el desarrollo de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente.

Lo interesante del mencionado artículo, y el motivo por el cual nos hemos referido a él, se encuentra en el hecho de que consideramos que de él se puede sustraer la transversalidad con la que la potestad normativa de la Superintendencia opera en la regulación del Mercado de Valores. El artículo 39 es un eje en esta materia, ya que, si bien representa la consagración normativa de la autorregulación, al señalar que la regulación de la actividad bursátil queda entregada principalmente a las Bolsas de Valores, también consagra la potestad normativa de la Superintendencia, al disponer que ella igualmente conservará la

facultad de dictar la normativa que considere necesaria. De ahí la importancia que le atribuimos.

5.3.2. Consagración normativa de la Autorregulación en el Mercado de Valores.

La consagración normativa de la autorregulación está directamente determinada por la decisión legislativa de crear ciertas entidades que deben servir de plataforma para el desarrollo eficaz del Mercado de Valores con sus distintos participantes. En este sentido, hoy por hoy, la misión autorreguladora se encuentra radicada en las distintas Bolsas de Valores, las que actualmente son tres: (i) la Bolsa de Comercio de Santiago (1893); (ii) la Bolsa Electrónica de Chile (1989); y (iii) la Bolsa de Corredores de Valparaíso (1880); todas ellas directamente interconectadas en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 44 bis de la LMV que las obliga a mantener entre sí, sistemas expeditos de comunicación e información.

Ahora bien, de ellas, sin duda la que presenta mayor relevancia en consideración al porcentaje de las operaciones transadas, es la Bolsa de Comercio de Santiago, la que el año 2005 abarcaba “*casi dos tercios de las transacciones del mercado bursátil de renta variable y el 99% del mercado de renta fija*”¹⁴⁵, y que, según cifras más recientes, dicha situación se ha mantenido en torno a un 98% de los montos transados en el mercado¹⁴⁶.

¹⁴⁵ Lefort, *Aspectos Generales de la Autorregulación*, p. 20.

¹⁴⁶ Cuevas, Ignacio. *Bolsas de Valores en Chile: Descripción del Mercado e Implicancias teóricas de la interconexión del Mercado Bursátil* (Santiago, Chile: Facultad de Economía y Negocios, Universidad de Chile, 2005), p. 33. (Disponible en: <http://repositorio.uchile.cl/bitstream/handle/2250/131942/Bolsas%20de%20valores%20en%20Chile%20%20descripci%C3%B3n%20del%20mercado%20e%20implicancias%20te%C3%B3ricas%20de%20la.pdf?sequence=1> [consultado el 27 de marzo de 2017]).

De lleno en su marco normativo, las normas centrales en esta materia las encontramos en el Título VII de la Ley de Mercado de Valores, específicamente en los artículos 38 y 39. Mientras el artículo 38 de dicha Ley conceptualiza a las Bolsa de Valores señalando que ellas son las *“entidades que tienen por objeto proveer a su miembros la implementación necesaria para que puedan realizar eficazmente, en el lugar que les proporcione, las transacciones de valores mediante mecanismos continuos de subasta pública y para que puedan efectuar las demás actividades de intermediación de valores que procedan en conformidad a la Ley”*; el artículo 39, por su parte, tal como señaláramos, consagra derechamente la facultad de autorregulación que poseen dichas entidades al señalar que *“Las Bolsas de valores deberán reglamentar su actividad bursátil y la de los corredores de bolsa, vigilando su estricto cumplimiento de manera de asegurar la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente”*.

El artículo 39, a su vez, puede ser complementado con el artículo 44 del mismo cuerpo normativo, el cual precisa ciertas materias que serán, justamente, tarea de las Bolsas de Valores reglamentar, en ejercicio de su función autorreguladora; la regulación de derechos y obligaciones de los corredores de bolsa; promover principios justos y equitativos en las transacciones de bolsa; proteger a los inversionistas de fraudes y prácticas ilegítimas; determinar normas y procedimientos justos para imponer sanciones; establecer derechos y obligaciones de los emisores de valores, etc.; todas ellas, son materias que según lo dispuesto en el artículo 44 de la LMV, quedan entregadas la autorregulación de las Bolsas de Valores.

Ahora bien, aun cuando las Bolsas de Valores y la autorregulación son materias cuya consagración normativa se encuentra en la Ley de Mercado de Valores, la autorregulación también está contenida de una u otra manera en los

cuerpos normativos propios de cada una de estas entidades. Así, también podemos verla consagrada en los distintos estatutos, reglamentos y códigos internos que ellas poseen.

A modo de ejemplo, y en la misma línea del artículo 39 de la LMV, el artículo 3 de los Estatutos de la Bolsa de Comercio de Santiago (“**BCS**”) señala que dicha entidad en *“el cumplimiento de su objeto, propenderá, a través de su organización y reglamentación a la formación de un Mercado de Valores abierto, competitivo, ordenado y transparente, a través de principios equitativos en las transacciones y prácticas bursátiles, otorgando el máximo de garantías y protección a los inversionistas”*.

El mencionado artículo 3 puede ser complementado, a su vez, con el artículo 41 letra a) del mismo Estatuto, el cual señala que dentro de las atribuciones del Directorio de la Bolsa se encuentra la de dictar los reglamentos necesarios para la mejor consecución de los fines sociales, así como, impartir circulares e instrucciones a los corredores para el correcto desempeño de sus funciones.

Por su parte, el artículo 3 de los Estatutos de la Bolsa Electrónica de Chile (“**BEC**”) y Bolsa de Corredores de Valparaíso (“**BOVALPO**”), respectivamente, habla exactamente en iguales términos que el artículo 3 de los Estatutos de la BCS –y, por tanto, que el artículo 39 de la LMV-, y su artículo 41 señala que el Directorio de la BEC, en uso de sus facultades, podrá dictar los reglamentos y manuales de operación necesarios para la mejor consecución de los fines sociales, e impartir circulares e instrucciones a los corredores para el correcto desempeño de sus funciones. Esto último se complementarí, además, con lo dispuesto en el artículo 23 n°3 del mismo Estatuto, el que señala que el Comité de Buenas Prácticas de la BEC, deberá *“Informar al Directorio sobre las medidas*

preventivas o correctivas que, a su juicio, deban dictarse para un correcto funcionamiento del mercado, con apego a los principios de equidad, competencia, orden y transparencia que deben imperar en éste”.

5.4. El castigo ante la infracción normativa en el Mercado de Valores.

Tal como anticipáramos, una vez que hemos enunciado la normativa en la cual se encuentra consagrada tanto la autorregulación como la potestad regulatoria administrativa, es necesario analizar si a partir de ella, es posible materializar un sistema regulatorio como el de la autorregulación regulada, o bien, si su concreción exigiría reformas normativas importantes en esta materia.

Ahora bien, previo a entrar de lleno en dicho análisis, creemos necesario incorporar en dicho estudio, la normativa que hoy por hoy se encarga de velar por el cumplimiento de las disposiciones que rigen el Mercado de Valores, sancionando o castigando sus infracciones.

Es por esto, que en las líneas siguientes nos referiremos a las distintas sanciones o efectos que nuestro ordenamiento jurídico dispone como consecuencias frente a un incumplimiento normativo, las que, como veremos, pueden derivar tanto de los propios órganos autorreguladores, así como de la autoridad administrativa.

5.4.1. Consagración normativa de la Potestad Sancionadora de la SVS.

Ya nos hemos referido ampliamente al ejercicio de la Potestad Sancionadora de la Administración, en qué consiste, las críticas a su

constitucionalidad, la posible vulneración al principio non bis in ídem, etc. Ahora nos abocaremos netamente a analizar las disposiciones normativas en las que se encontraría consagrada la Potestad Sancionadora de la SVS.

A este respecto, en primer lugar debemos recurrir al D.L. N° 3.538, el que consagraría dicha potestad en tres disposiciones directamente relacionadas, esto es, los artículos 10 letra f), 27, 28 y 29.

El artículo 10 letra f) señala que dentro de las atribuciones que posee el Superintendente, se encuentra la de *“Aplicar las sanciones que señala el presente decreto ley, de conformidad a lo establecido en el Título III”*, que se denomina *“Apremios y Sanciones”*. Al remitirnos a él, nos encontramos con que la Superintendencia, en virtud de lo señalado en los artículos 27, 28 y 29, está facultada para imponer diversas sanciones –censuras, multas, revocaciones, etc.- a aquellos fiscalizados que *“incurrieren en infracciones a las leyes, reglamentos, estatutos y demás normas que las rijan, o en incumplimiento de las instrucciones y órdenes que les imparta la Superintendencia”*. Es del complemento de estos tres artículos que se desprende la consagración normativa de la Potestad Sancionadora de la SVS en su Ley Orgánica.

Pero no solo en la Ley Orgánica de la SVS podemos encontrar la consagración normativa de la Potestad Sancionadora de la SVS. También ella se encuentra contemplada en diversos artículos de la LMV, especialmente aquellos comprendidos en su Título XI, denominado *“De las sanciones”*.

En este sentido, del análisis del mencionado título se desprenden distintos ilícitos y sanciones que la LMV dispone en los artículos 59 y siguientes, pero sin duda, la norma central en esta materia está dada por el artículo 58, el que consagra la Potestad Sancionadora de la SVS al señalar que *“La*

Superintendencia aplicará a los infractores de esta ley, de sus normas complementarias, de los estatutos y reglamentos internos que los rigen y de las resoluciones que dicte conforme a sus facultades, las sanciones y apremios establecidos en su ley orgánica y las administrativas que se establecen en la presente ley”.

5.4.2. Consagración normativa del castigo impuesto por los órganos autorreguladores.

Por su parte, el análisis de la consagración normativa de la facultad de imponer castigos frente al incumplimiento de la normativa vigente en el Mercado de Valores, por parte de los órganos autorreguladores, esto es, por las Bolsas de Valores, nos remite principalmente a las disposiciones contenidas en los cuerpos normativos derivados de la autorregulación, aun cuando en la Ley de Mercado de Valores también encontramos normas que la contemplan.

Así, por ejemplo, la Ley de Mercado de Valores en su artículo 49, consagra la posibilidad de que las Bolsas de Valores impongan sanciones a sus miembros frente a una infracción normativa, al señalar que ellas deberán sancionar a sus miembros con la expulsión, en las tres hipótesis mencionadas en los literales a), b) y c) de dicho artículo. Esto mismo puede desprenderse del análisis del artículo 44 de la LMV, el que al mencionar las materias que las Bolsas de Valores deben reglamentar, señala que deberán establecer normas acerca del registro de reclamos en contra de los corredores, así como de las medidas y sanciones aplicadas por la bolsa en contra de sus miembros. De esto último, se deduce claramente que las Bolsas de Valores según la LMV están facultadas para imponer sanciones cuando corresponda.

Ahora bien, los cuerpos normativos emanados de las Bolsas de Valores también consagran la posibilidad de que ellas puedan imponer sanciones a sus miembros.

Así, la principal disposición dictada por la BCS en este sentido, la encontramos en el artículo 22 de sus Estatutos, norma que divide el ejercicio de la facultad de imponer sanciones en dos de sus órganos.

Por una parte, señala que únicamente el Comité de Buenas Prácticas podrá imponer *“Las sanciones de amonestación, censura por escrito y multa (ya sea a los Corredores como a sus directores, gerentes, ejecutivos principales y administradores) y la de suspensión y cancelación de un operador y apoderado de la Bolsa”*, y por otra, dispone que es facultad del Directorio imponer las sanciones de *“suspensión de funciones y actividades de Corredor y la de pérdida de la calidad de Corredor”*, ya sea de oficio por ella, o a propuesta del Comité de Buenas Prácticas. Esto último debido a que, según lo señalado en el artículo 39 del Reglamento del Comité de Buenas Prácticas, si bien el Comité puede imponer sanciones de amonestación, censura y multas, las multas no podrán exceder de las 500 U.F., y sólo *“podrá recomendar al Directorio la aplicación de multas que excedan las 500 Unidades de Fomento, y las sanciones de suspensión y pérdida de la calidad de corredor”*.

Por su parte, los Estatutos de la BEC en su artículo 23 señalan que dentro de las funciones que posee el Comité de Buenas Prácticas se encuentra la de conocer y resolver reclamos respecto a la infracción de la normativa del Mercado de Valores, *“pudiendo aplicar las sanciones que se establecen en los artículos siguientes”*. Así, el artículo 24 del mismo cuerpo normativo señala que el Comité, podrá aplicar sanciones de censura por escrito, multa, suspensión de actividades y pérdida de calidad de corredor, dejando al Directorio la aplicación de las

sanciones de suspensión de actividades, tal como señala el artículo 27. Esto se complementa con lo señalado en el artículo 5 y 39 del Reglamento del Comité de Autorregulación, los que en la misma línea, se refieren a la posibilidad que tiene de aplicar sanciones, así como a la posibilidad de recomendar al Directorio su aplicación.

Por último, el Código de Ética para corredores de la BEC, también contempla la facultad de la Bolsa de imponer sanciones, al señalar en su artículo 24 que en caso de que una corredora infrinja normativa del Código de Ética, ella *“podrá ser sancionada por la Bolsa, de acuerdo al procedimiento y con alguna de las sanciones establecidas en sus Estatutos”* y, agrega que será el Comité de Autorregulación el encargado de *“determinar la gravedad de la sanción, en atención a las circunstancias particulares de cada caso, la reiteración de la conducta infractora y las atenuantes o agravantes que pudieran existir”*.

5.5. Complementación de los órganos autorreguladores y administrativos, y su compatibilidad con el concepto de Autorregulación Regulada.

Tal como se desprende de lo expuesto hasta aquí y de la normativa analizada, hoy en el Mercado de Valores rige un sistema mixto, en el que la regulación, fiscalización, y la aplicación de sanciones, es compartida entre las Bolsas de Valores y la SVS.

Ahora bien, debemos precisar que los sistemas mixtos poseen variantes, y en este sentido, la variante adoptada por nuestro legislador se caracteriza por entregar el protagonismo a las Bolsas de Valores, como clara muestra de su inclinación hacia la autorregulación. Precisamente esto es lo que queda de manifiesto en la historia de la Ley de Mercado de Valores, la que señala que *“la*

*acción reguladora del Estado descansa en estas asociaciones para que ellas, a su vez, regulen a sus propios asociados que son los corredores*¹⁴⁷. El rol de la regulación administrativa, entonces, tendría más bien un carácter subsidiario a la regulación impuesta por las Bolsas de Valores, y lo mismo sucedería en los aspectos fiscalizadores y sancionatorios, al menos en principio.

Ejemplo de lo anterior, lo encontramos en el hecho de que las Bolsas de Valores, si bien cuentan con autonomía suficiente para generar normativa, y en ellos descansa el fuerte de la regulación del Mercado de Valores, dichos cuerpos normativos igualmente deben ser aprobados por la SVS, principalmente a causa del conflicto de intereses que enfrentan las Bolsas de Valores a la hora de regular los mercados en que éstas operan¹⁴⁸. Lo anterior es clara muestra de que, si bien efectivamente el sistema regulatorio es mixto, es evidente su inclinación hacia la autorregulación.

En atención a lo anterior, no es atrevido señalar que en realidad el sistema vigente en el Mercado de Valores chileno es el de la autorregulación, pero matizado por cierta intervención inconexa y poco integrada, por parte de la Superintendencia.

En este escenario, y bajo la premisa de un conjunto de problemáticas que ha enfrentado nuestro Mercado de Valores en el último tiempo, creemos que es imperante orientarnos hacia una reestructuración regulatoria, tal como hemos venido señalando hasta acá, y que a nuestro juicio, encuentra respuesta en la autorregulación regulada.

¹⁴⁷ Historia de la Ley N° 18.045, *Ley de Mercado de Valores*, p. 7.

¹⁴⁸ Lefort, *Aspectos Generales de la Autorregulación*, p. 25.

En este punto, en la medida que la autorregulación regulada involucra una modificación más bien teórica, generando un cambio a nivel de los paradigmas tradicionales que han existido en la relación entre la Administración y los administrados, no es necesario llevar a cabo importantes modificaciones a nivel normativo, resultando compatible con la gran mayoría de las disposiciones vigentes en el Mercado de Valores chileno.

Ahora bien, entendemos que no basta con buenas intenciones para lograr una reformulación de los paradigmas, tal como plantea la autorregulación regulada. La distancia o desconfianza existente desde los administrados hacia la Administración, es algo que necesariamente exige para su eliminación, la incorporación de algún mecanismo que haga tangible el mensaje que busca entregar la autorregulación regulada, es decir, que lo aterrice y haga practicable. En este sentido, creemos que una buena herramienta consiste en la creación de las denominadas agencias independientes.

El modelo de las Superintendencias como órganos fiscalizadores en mercados regulados, se basa en estructuras organizacionales comunes aplicables a cualquier organismo administrativo, las que se caracterizan por tener una dirección superior unipersonal cuyo nombramiento corresponde al Presidente de la República, y encontrarse sujetas a la regulación de cualquier servicio público¹⁴⁹. Son órganos que, en la medida que se encuentran bajo la supervigilancia de un determinado Ministerio, y su superior es un cargo de exclusiva confianza del Presidente, no gozan de la independencia necesaria para brindar garantías a los administrados en relación a asegurar que en sus actuaciones no existen otras motivaciones más allá de velar netamente por el correcto desarrollo y funcionamiento del mercado.

¹⁴⁹ Cordero y García, “Elementos para la discusión sobre agencias”, p. 416.

Por lo anterior, creemos que una de las maneras de lograr alterar el fondo de los planteamientos tradicionales, y hacer entender a los participantes del mercado que no se trata del Estado contra los ciudadanos, sino del Estado junto con los ciudadanos contra los infractores, es reemplazando las mencionadas Superintendencias, con la creación de agencias independientes a las que se les encomiende la tarea de supervisar el mercado.

En este sentido, por “agencias independientes” debemos entender a *“ciertos organismos públicos, insertos en la Administración del Estado, que fueron creados en tal condición o bien reformados hacia esa figura y que disponen de una considerable autonomía frente al Gobierno y a la potestad presidencial”*¹⁵⁰, lo anterior, en atención al ámbito en el que actúan. Se trata de entidades a las que la ley ha dotado de un nivel de autonomía muy por sobre de la que poseen los organismos administrativos autónomos, como sucede con las Superintendencias.

En la medida que las agencias independientes desarrollan las funciones de la Administración, de una manera desligada de cualquier tipo de influencia política o de otro carácter, como sucede tradicionalmente con la Administración institucional instrumental, se logra neutralizar una actividad integrada en la órbita del Poder Ejecutivo¹⁵¹. Con ello, a nuestro juicio, se entrega un mensaje potente y directo a los administrados, en el sentido de que el órgano que ejerce la Administración es completamente independiente e imparcial, por lo que a la hora de regular, fiscalizar y sancionar, no tendrá más motivaciones que el pleno desarrollo del ámbito en el cual posee competencia, haciendo entonces injustificada la desconfianza.

¹⁵⁰ Cordero y García, “Elementos para la discusión sobre agencias”, pp. 419-420.

¹⁵¹ Cordero y García, “Elementos para la discusión sobre agencias”, p. 420.

5.6. Las dificultades de la Autorregulación para enfrentar los Ilícitos del Mercado de Valores y la necesidad de consolidar el concepto de Autorregulación Regulada.

Sin ánimo de ser alarmistas, no cabe duda que la última década y, en particular, desde el año 2000 en adelante, se ha registrado un explosivo aumento en los casos de infracción a la normativa vigente en el Mercado de Valores chileno. Emblemáticos casos como, el caso Schwager; Banchile; Alfa; y más recientemente, el caso Cascadas; AC Inversions y otros fondos de inversión; no son sino un claro síntoma de que algo no está funcionando correctamente en materia regulatoria.

Buscando el punto de vista positivo de aquello, de cierta manera estos casos también evidencian que actualmente existe una institución seria –muy perfectible- en nuestro país, como lo es la SVS, la cual efectivamente está trabajando en monitorear de la mejor manera posible el Mercado de Valores. Ahora bien, también representan una clara manifestación de que el momento en el cual se está actuando no es el correcto. Tal como se ha señalado en esta exposición, lo que se plasma en todos estos casos corresponde a una política regulatoria basada en la reacción o represión, por sobre la prevención, que creemos es hacia donde se debe apuntar.

Adicionalmente a ello, vemos que en la actualidad el grado judicialización de los procesos en que la SVS impone sanciones es enorme, lo que si bien es algo completamente válido *a priori*, parece ser que atiende netamente a la desconfianza que, hoy por hoy, causan las sanciones impuestas por la Administración. Probablemente un sistema regulatorio distinto, como la

autorregulación regulada, acompañado con un nuevo órgano administrativo -la CMF- pueda ser una solución a ello.

Francamente el sistema de regulación mixta -con marcada inclinación hacia la autorregulación- implantado por la Ley de Mercado de Valores, ha demostrado que no es suficiente en el contexto actual, motivo por el cual se hace imperante la incorporación de ciertas reformas estructurales al sistema regulatorio. Al respecto, y como hemos venido diciendo reiteradamente, un cambio de enfoque regulatorio, político y social, como el que entrega la autorregulación regulada podría ser una inmejorable oportunidad.

Para hacer de esta situación algo aún más gráfico, en las páginas siguientes pasaremos a explicar someramente en qué consiste uno de los principales ilícitos suscitados en el Mercado de Valores chileno, la manipulación bursátil, para luego analizar sus casos más emblemáticos y, demostrar así, que el marco regulatorio actual no puede hacer “vista gorda” de aquello. Se necesita un cambio en la estructura regulatoria, en el enfoque que se le entrega a la normativa dirigida a normar, fiscalizar y sancionar, y no de simples medidas parches.

5.7. El futuro de la Autorregulación del Mercado de Valores en Chile a la luz de la Comisión para el Mercado Financiero.

Algo hemos adelantado en relación a esto sobre el final del Capítulo II de esta presentación, al analizar las principales innovaciones que se implementarán en la regulación del Mercado de Valores de la mano de la nueva institucionalidad propuesta por la creación de la CMF.

En este sentido, la Ley N° 21.000 que crea la CMF, considera la creación de un nuevo órgano denominado “Comité de Autorregulación” (“CAF”), el que hemos señalado que tiene como principal misión, propender al desarrollo de buenas prácticas en materia de gobiernos corporativos, ética empresarial, transparencia y competencia leal entre los agentes del mercado.

La CAF será una entidad cuya administración será ejercida por un directorio compuesto por 5 directores independientes, los que deberán ser elegidos por el “Subcomité de Designación”.

El Subcomité de Designación, por su parte, estará integrado por 8 representantes de las distintas entidades partícipes de la CAF, nombrados de la siguiente manera: 2 representantes designados por los intermediarios de valores de oferta pública; 2 representantes designados en conjunto por las Bolsas de Valores y las Bolsas de Productos; 2 representantes designados por las administradoras generales de fondos; y, 2 representantes designados por las administradoras de carteras individuales fiscalizadas por la CMF.

Cabe señalar que la Ley N° 21.000 que crea la CMF considera la posibilidad de que en caso de aceptarse la entrada de nuevos partícipes a la CAF, se aumente el número de miembros del Subcomité de Designación, en razón de un miembro por cada nueva área del mercado que se incorpore.

Ahora bien, según lo establecido en la nueva ley, cada integrante de las entidades pertenecientes a los grupos partícipes de la CAF, esto es, intermediarios de valores de oferta pública, Bolsas de Valores y las Bolsas de Productos, las administradoras generales de fondos, y las administradoras de carteras individuales, no estarán obligadas a participar de la CAF, pero sí a autorregularse por medio de la dictación de normas y códigos de conducta, las

que deberán ser aprobadas por dicho órgano. Es decir, cada intermediario de valores de oferta pública deberá autorregularse imponiéndose normas y códigos de conducta, pero no necesariamente deberá participar de la CAF. Esto último es algo opcional para cada uno de los participantes.

Nos parece que esta innovación va en la línea correcta, y en buena medida, tiende a consagrar en un órgano con mayor independencia, lo que ya venían haciendo las Bolsas de Valores con sus respectivos comités internos, encargados de efectuar su autorregulación.

CAPÍTULO VI. LA MANIPULACIÓN BURSÁTIL EN EL MERCADO DE VALORES CHILENO COMO EJEMPLO DE APLICACIÓN DEL SISTEMA MIXTO DE REGULACIÓN Y MATERIALIZACIÓN DE LA POTESTAD SANCIONADORA DE LA SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS.

6.1. Formación de Precios en el Mercado de Valores.

Uno de los requisitos fundamentales para el correcto desarrollo de un Mercado de Valores eficiente, es que este sea confiable, tanto para sus participantes como para los potenciales o futuros participantes. En este sentido, un punto crucial, dice relación con la formación de los precios, proceso en el cual necesariamente debe primar la neutralidad e igualdad, lo que sólo puede lograrse mediante la incorporación a los títulos transados de toda la información que pueda resultar relevante para los participantes del mercado a la hora de tomar una decisión.

En términos generales, la formación de los precios está determinada por las leyes del mercado, dado que el precio propiamente tal será entregado mediante el juego de la oferta y la demanda sobre el título transado, reflejando – idealmente- la valorización que los participantes otorgan al instrumento en virtud del análisis de toda la información con que se cuenta. Es decir, *“el valor al que un inversionista está dispuesto a comprar acciones de una compañía depende de cuánto dinero piensa que esta acción le representará en el futuro”*¹⁵², y ello lo manifiesta a través de su demanda en relación al título o valor.

¹⁵² Dirección de Regulación de Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia. *El Descubrimiento de Precios en el Mercado de Valores*, 2° ed. (Bogotá, Colombia: AMV, 2010), p. 10.

En tal escenario, la incorporación al título valorizado de toda la información relevante es algo fundamental en la determinación de su precio, debiendo considerarse la totalidad de factores que pueden influir de algún modo en su valorización, factores que pueden ser de carácter interno o externo, dependiendo si se originan al interior del mercado o no. Tales factores podrán ser de carácter “económico”, como lo es, por ejemplo, la expectativa de rentabilidad del valor; “técnico”, como lo son aquellos elementos vinculados al nivel de eficiencia de la empresa o compañía de la que emana el instrumento (costos, gestión empresarial, capacidad tecnológica, etc.); “legales”, vinculado principalmente a la regulación vigente en la materia, así como sus posibles modificaciones o reformas; o bien, “psicológicos”, como lo es la popularidad o reputación de los valores en el mercado.

Todos estos factores influyen en la determinación del precio, de ellos dependerá la percepción que el mercado tendrá del valor que está siendo transado, y por lo mismo, resulta imperante que se excluyan todas las manifestaciones de asimetrías de información, las cuales acaban por completo con la posibilidad de realizar una correcta determinación del precio de un valor. Es decir, un mercado en que los precios *“siempre reflejen el mix total de información disponible se considera como eficiente y como tal impedirá la implementación y desarrollo de reglas o estrategias de comercialización de valores que permitan ganarle al mercado”*¹⁵³, como lo es la fijación y manipulación bursátil.

Dado que el mercado perfecto y eficiente sólo corresponde a una figura teórica, la regulación en materia de formación de precios debe estar orientada a que en ellos se refleje la mayor cantidad de información posible. En consideración

¹⁵³ Zhari, *La Teoría de los Mercados Eficientes*, p. 162.

a esto, la SVS efectúa una labor mediante la cual requiere de información a los participantes del mercado, y luego la comunica al público.

Sin embargo, en este último punto resulta clave destacar que en la práctica parece ser que dicha obligación de informar sólo genera provecho para aquellos inversionistas calificados –no en el sentido jurídico de la expresión- que manejan un nivel de conocimiento técnico que les permite contar con las herramientas necesarias para interpretar la información, haciéndose necesario generar mecanismos que permitan que dicha información pueda ser internalizada por todos los participantes del mercado, sin necesidad de convertirse en expertos en la materia. Es manifestación de lo que la doctrina ha llamado en materia de mecanismos de eficiencia y la incorporación de información en el precio, como la “comercialización profesionalmente informada” (*professionally informed trading*), lo cual se presenta en Mercados de Valores como el nuestro, en el que muchos “*traders carecen de sofisticación como para hacer un uso completo de la información técnica contenida en la información que las compañías revelan por mandato legal o de manera voluntaria*”¹⁵⁴.

6.2. Concepto de Manipulación Bursátil.

Tal como lo señalábamos, la formación o determinación del precio de los valores transados en el mercado es un proceso complejo y sujeto a diferentes factores que necesariamente deben ser considerados para tal efecto. En este contexto, la manipulación y fijación de precios se presenta como la más importante amenaza para su concreción.

¹⁵⁴ Zhari, *La Teoría de los Mercados Eficientes*, p. 166.

Si bien es cierto, la mayoría de las legislaciones han manifestado conciencia de este ilícito, ninguna ha proporcionado una definición clara de lo que debe entenderse por manipulación bursátil. En su lugar, han descrito las conductas que quedan subsumidas en esta figura, asimilándola a un tipo de fraude que crea una impresión falsa o engañosa sobre la actividad del mercado. Se enmarcan igualmente bajo esta denominación, aquellos comportamientos de los agentes en los que utilizan su poder de mercado para engañar a alguien en sentido amplio.

A partir de esto, es posible entender la manipulación de precios como “*un tipo de fraude que crea una impresión falsa o engañosa sobre la actividad del mercado*”¹⁵⁵, con el cual, mediante la actuación de un sujeto se induce intencionalmente, o más bien malintencionadamente, a los demás participantes del mercado a actuar de una manera determinada por el mismo, lo que derivará en la determinación de precios que han incorporado factores artificiales, y por ende, incorrectos. Es decir, a través de diferentes conductas manipulativas, el sujeto manipulador interfiere deliberadamente en el libre juego de la oferta y la demanda del Mercado de Valores¹⁵⁶. El elemento “intencional” de la manipulación es uno de los componentes esenciales para que una determinada conducta se pueda considerar como “manipulativa”. Si el actor no tiene la intención de engañar no incurre en una conducta manipuladora¹⁵⁷.

¹⁵⁵ Dirección de Regulación de Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, *El Descubrimiento de Precios*, p. 20.

¹⁵⁶ Goldwasser, Vivien. *Stock market manipulation and short selling*, 1ª ed. (Parkville, Australia: CCH Australia Limited and Centre for Corporate Law and Securities Regulation, Faculty of Law, The University of Melbourne, 1999), p. 154.

¹⁵⁷ Dirección de Regulación de Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, *El Descubrimiento de Precios*, p. 21.

6.3. Sujeto activo de la Manipulación Bursátil.

El “manipulador”, como sujeto, prácticamente no ha tenido consagración expresa en el derecho comparado, menos aún en nuestro país. Su conceptualización ha venido dada más bien por la vía doctrinaria, y en términos generales, se ha entendido que corresponde a aquel agente relevante para la generación de un riesgo de manipulación del Mercado de Valores, y que representa al único con la capacidad para generar una condición artificial en el mercado.

Se sostiene que este agente debe ser alguien que ejerza algún tipo de influencia en el mercado, pues si se trata de un simple inversor sin una gran presencia en el mercado, lo que haga o deje de hacer, no va a incidir en el precio ni en las decisiones de los demás participantes. Por ello, se señala que para que ocurra la manipulación alguien debe tener el poder para influenciar el mercado.

Un sujeto que posee dicha característica ha sido definido por Jarrow como “*large trade*”, refiriéndose a quien realiza transacciones para cambiar los precios de los valores. Éste, pese a que puede no contar con la información de un agente informado, logra cambiar los precios sólo por el tamaño de su cartera o porque el resto del mercado cree que dicho especulador cuenta con información¹⁵⁸. En el fondo se trata de agentes que usan su poder de mercado para engañar a alguien, ya que “*si el resto de los participantes considera que aquellos tienen buena información, o suelen acertar en sus decisiones, su comportamiento será tenido muy en cuenta e imitado, y por lo tanto, los agentes ‘informados’ podrán engañar tomando posiciones contrarias de la información que poseen*”¹⁵⁹.

¹⁵⁸ Jarrow, Robert. “Market Manipulation, Bubbles, Corners, and Short Squeezes”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, n° 3 (1992): p. 106.

¹⁵⁹ Baena, Nuria. *La Regulación del Abuso de Mercado en Europa y Estados Unidos* (Madrid, España: Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2002), p. 10. (Disponible

6.4. Condiciones de Mercado en las que se realiza la Manipulación Bursátil.

Es cierto que bajo la teoría de un Mercado de Valores eficiente no sería necesario hacerse cargo del problema de la manipulación bursátil, ya que los precios reflejarían toda la información, y por ende no cabría posibilidad de cometer ilícitos en relación a su determinación. Sin embargo, la evidencia empírica indica que los mercados no son perfectos, y en ellos se manifiestan diferentes fallas, una de cuales corresponde a las asimetrías de información, cuestión que como vimos, es un motor para el sujeto manipulador.

La presencia de asimetrías de información entre los distintos participantes del mercado dificulta la transparencia y crea barreras entre los agentes, lo que provoca la aparición de “buscadores de información”, quienes *“actúan de forma desinformada, siguiendo las acciones que realizan quienes se encuentran más cercanos a la fuente y que, por ende, pueden tener información real”*¹⁶⁰. Es una de la principales consecuencias de la incorporación de información a los precios mediante la denominada “comercialización profesionalmente informada”, mencionada con anterioridad, en que debido a que se exige conocimiento técnico para decodificar la información que por mandato legal deben proporcionar las compañías al mercado, no se permite que todos los participantes puedan comprenderla.

en:<https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/ABUSOMERCADO.PDF> [consultado el 3 de febrero de 2017]).

¹⁶⁰ O’Ryan, Sofía. *Manipulación de precios en el Mercado de Valores: un análisis comparado* (Santiago, Chile: Facultad de Derecho, Universidad de Chile, 2012), p. 40.

Esto deriva en que se da paso a un segundo nivel de incorporación de información a los precios, más riesgoso aún, esto es, la “comercialización informada por derivación” (*derivatively informed trading*), con el que los mencionados “buscadores de información” o “traders desinformados”, deberán utilizar “*la identidad de grandes vendedores para deducir si acaso es probable que estos posean información valiosa y proceder a comercializar sobre esa base*”¹⁶¹, mismo mecanismo que aplicará cuando el *trader* desinformado quiera tomar una decisión de compra.

Esta situación facilita la entrada de manipuladores, los que sin tener información o teniéndola actúan de forma contraria a ella, con el objetivo de obtener beneficios personales. Lo que ocurre, es que “*las asimetrías generan oportunidades de manipulación, que de otra forma no existirían*”¹⁶², puesto que mientras mayor sea el número de buscadores de información, mayores serán las vías de acción que tendrá el manipulador, así como las probabilidades de éxito en su cometido. Con ello, se genera un enorme daño en el mercado, puesto que la reacción lógica por parte de los buscadores de información ante la dificultad de determinar cuál información es real y cuál no, será ofrecer un precio menor por los activos.

Una segunda condición que facilita la aparición de manipuladores en el mercado, según la doctrina, dice relación con la presencia de “bajas barreras de entrada”, ya que en la medida que “*cualquiera pueda transar y no se le impongan ciertas restricciones, la falta de reglas que obliguen a la entrega de determinada información provoca que se acentúen las asimetrías entre los agentes*”¹⁶³, facilitando la realización de conductas manipuladoras.

¹⁶¹ Zhari, *La Teoría de los Mercados Eficientes*, p. 167.

¹⁶² Jarrow, “Market Manipulation”, p. 126.

¹⁶³ O’Ryan, *Manipulación de precios*, pp. 40-41.

Ahora bien, es necesario precisar que cuando se señala que no es bueno que cualquiera pueda transar en el mercado, no estamos diciendo que debemos buscar un mercado con pocos participantes, dado que ello atentaría directamente con una de las principales características de un mercado eficiente, como lo es la “profundidad”. En lugar de ello, lo que se quiere decir, es que para que no se produzcan conductas manipuladoras es necesario que sus agentes estén sujetos a una regulación que asegure un estándar de comportamiento adecuado, lo cual conlleva ciertas exigencias de entrada.

Una tercera y última condición que facilita la aparición de conductas manipuladoras, dice relación con la baja liquidez, entendida como aquella característica de los activos que consistente en la posibilidad de recuperar de manera rápida e íntegra su valor en dinero efectivo. Esto se debe básicamente a que *“en los mercados con menor liquidez, los valores se alejan de su precio real (que está dado por la ganancia posterior a la liquidación), lo que permite que el precio se mueva más fácilmente”*¹⁶⁴, y de tal manera, se crea el escenario idóneo para que los manipuladores puedan actuar. Se sostiene que la baja liquidez en los mercados, facilita enormemente la realización de conductas manipuladoras, debido a que en este tipo de mercados *“hay menos contenido informativo en la negociación, por lo que la información externa tiene un gran impacto”*¹⁶⁵, tal como lo mencionábamos anteriormente. Esto permite al manipulador inducir a otros participantes a actuar en el mercado, guiados por un precio que en realidad es consecuencia de la incorporación de información falsa.

En síntesis, los mercados en los que se presentan fallas, tales como, asimetrías de información, baja liquidez, y bajas barreras de entrada, son el

¹⁶⁴ O’Ryan, *Manipulación de precios*, p. 41.

¹⁶⁵ García, María Nieves. “Ética, equidad y normas de conducta en los mercados de valores: la regulación del abuso de mercado”, *Revista Información Comercial Española. Ética Y Economía*, n° 823 (2005): pp. 167-168.

escenario perfecto para que el sujeto manipulador actúe. Estas fallas, sumadas al poder de mercado, que como vimos, tiene el manipulador, “*generan las condiciones perfectas para que su conducta tenga repercusiones en el mercado y pueda fijar o cambiar los precios de los valores*”¹⁶⁶.

6.5. Conductas de realización de Manipulación Bursátil y su efecto en el Mercado.

Ahora, sólo una vez esbozados los aspectos introductorios acerca de la manipulación bursátil en el Mercado de Valores, podemos abordar la tarea de identificar las distintas variantes a través de las cuales ella se puede manifestar.

El motivo por cual, previo a entrar de lleno en el análisis de las conductas de manipulación es necesario referirse a las condiciones de mercado en el que se realiza este ilícito, se debe a que de ellas dependerá, en definitiva, la manera en se formarán verdaderamente los precios. En la medida que no existe un único modo en que se forman los precios, serán las condiciones presentes en cada uno de los mercados -cualitativamente y cuantitativamente- las que determinarán las formas mediante las que podrá concretarse el ilícito de manipulación bursátil en aquel mercado.

Son múltiples las manifestaciones mediante las que la manipulación bursátil se puede llevar a cabo, dentro de las cuales, dependiendo del mercado, a modo de ejemplo podemos mencionar algunas tales como: manipulaciones operativas (*trade-based manipulations*); manipulaciones informativas (*information-based manipulations*); acciones manipulativas (*actions-based manipulations*); *pump and dump*; *market power manipulation*; *abusive squeeze*;

¹⁶⁶ O’Ryan, *Manipulación de precios*, p. 41.

marking the close; contract based manipulation; trash and cash; wash trades; entre muchas otras.

En este contexto, se han delineado distintas clasificaciones en las que las conductas manipuladoras podrían agruparse. Probablemente la más conocida de ellas, y que hoy por hoy posee el mayor número de adeptos, es la clasificación planteada por Allen y Gale¹⁶⁷, quienes distinguen el tipo de manipulación dependiendo del elemento en el cual ellas se basan, esto es, acción, información y negociación.

En relación a la primera de ellas, la “manipulación basada en acción”, corresponde al tipo de manipulación en el que se contemplan todas aquellas actividades realizadas por el sujeto manipulador fuera del mercado, y que se dirigen a alterar el precio de los valores¹⁶⁸. En resumidas cuentas, lo que busca el sujeto con este tipo de manipulación, es distorsionar el precio de los valores mediante ciertos actos aparentemente lícitos, especialmente en sus aspectos formales.

Ejemplo de ello es cuando un sujeto, atendiendo a la posición que ocupa en mercado, realiza determinada acción a sabiendas que con su actuar inducirá a otros a reaccionar. Nada ilícito en la forma, pero evidencia claramente una intención de manipular los precios ilícitamente.

Por su parte, la “manipulación basada en información”, es aquella en la cual el sujeto manipulador posee información privilegiada y difunde información falsa al mercado con la intención de inducir a otros participantes a actuar de cierta manera, acorde a sus intereses.

¹⁶⁷ Allen, Franklin y Gale, Douglas. *Stock price manipulation*, 1ª ed. (Philadelphia, EEUU: Rodney L. White Center for Financial Research, 1990), pp. 503-505.

¹⁶⁸ O’Ryan, *Manipulación de precios*, pp. 32-33.

Al respecto se ha señalado que para que la manipulación basada en información se concrete, es necesario que la persona que difunda la información o lance los rumores tendientes a producir el engaño, tenga cierto vínculo con la información, de modo tal que sea creíble e induzca efectivamente a otros participantes a actuar de determinado modo¹⁶⁹.

Ahora bien, cabe aclarar que la difusión de la información mediante la cual el manipulador busca engañar, no necesariamente debe darse dentro del Mercado de Valores, sino que puede tratarse información difundida mediante los distintos tipos de medios de comunicación. Al respecto en nuestro país tenemos un emblemático caso, como lo es el caso Schawger, en el cual se difundió información falsa al mercado por medio de la prensa escrita.

Por último, una tercera categoría de manipulación según la clasificación mencionada, es el de la “manipulación por negociación”, la que básicamente consiste en la compra y venta de valores con la intención de hacer variar su precio.

Como salta a la vista, *a priori* este tipo de actos son completamente lícitos, y precisamente son manifestación del fundamento del Mercado de Valores. He ahí el motivo por el cual se hace tan difícil determinar si se ha cometido o no la manipulación.

Se trata de una manipulación cuyo elemento central se encuentra en la intención, en la voluntad que tuvo el sujeto a la hora de efectuar determinada operación, lo cual hace sumamente compleja su prueba. Para acreditarla, se debe recurrir a la racionalidad que presentaría el actuar de un determinado

¹⁶⁹ O’Ryan, *Manipulación de precios*, pp. 34-35.

participante, lo cual no deja de ser difuso, en la medida que si bien efectivamente su comportamiento podría estar siendo motivado por una intención manipuladora, también es completamente posible que su actuar se deba a otros factores que van desde haber tomado malas decisiones de inversión, hasta el mero azar.

Aún cuando es posible distinguir distintas conductas mediante las cuales se configura la manipulación bursátil, todas ellas generan prácticamente el mismo efecto en el Mercado de Valores, el que representa una grave amenaza, en la medida que afecta uno de sus cimientos, como lo es el libre juego entre la oferta y la demanda, impidiendo que el mercado actúe en base a impulsos competitivos.

Con independencia de la forma que adopte, la manipulación bursátil impide que el precio de un valor determinado incorpore totalmente la información disponible en el mercado, la cual debiese ser internalizada por él, generando así asimetrías de información. En resumidas cuentas, *“lo que se produce con esta conductas abusivas de mercado, son resultados injustos –pues no reflejan los valores reales- e inequitativos –toda vez que la distribución de recursos no se rige por los impulsos naturales de la oferta y demanda-”*¹⁷⁰.

Todo lo anterior, no solo repercute en la errónea formación de precios, sino que además –como es lógico- reduce la eficiencia de los mercados, y más grave aún, atenta directamente contra la confianza en el mercado.

6.6. Consagración Normativa de la Manipulación Bursátil.

Una vez precisado el marco teórico respecto a la manipulación bursátil en el Mercado de Valores, nos corresponde entrar de lleno en el análisis del conjunto

¹⁷⁰ O’Ryan, *Manipulación de precios*, p. 42.

de normas que abordan la materia en el ordenamiento jurídico nacional, las que se encuentran repartidas en diversos cuerpos normativos, desde la Ley de Mercado de Valores hasta la normativa emanada de las Bolsas de Valores en ejercicio de la autorregulación, con diferentes grados de generalidad o precisión.

6.6.1. Disposiciones de la Ley de Mercado de Valores que regulan la Manipulación Bursátil.

Probablemente las disposiciones más relevantes o determinantes en materia de manipulación bursátil son las contempladas en la Ley de Mercado de Valores. Es el Título VIII de la ley de Mercado de Valores, denominado “De las actividades prohibidas”, el que contiene la normativa en cuestión, y para dicho fin, nuestro legislador tan solo consideró dos artículos, el artículo 52 y el 53.

A este respecto, el artículo 52 de la LMV contiene lo que, a nuestro juicio, corresponde a los lineamientos generales en relación al ilícito de manipulación bursátil, al señalar que “*Es contrario a la presente ley efectuar transacciones en valores con el objeto de estabilizar, fijar o hacer variar artificialmente los precios*”, señalando luego la excepción a dicha regla, dada por las actividades de estabilización conforme a las reglas impartidas por la SVS tratándose de oferta pública de valores nuevos o de valores anteriormente emitidos y que no habían sido objeto de oferta pública.

Luego, el artículo 53 de la LMV complementa lo señalado en el artículo que lo precede al señalar, en términos más específicos, que resulta “*contrario a la presente ley efectuar cotizaciones o transacciones ficticias respecto de cualquier valor*”, ya sea que se trate de transacciones en el Mercado de Valores o mediante negociaciones privadas. En dicho inciso se encontraría consagrado uno de los tipos de comisión de la manipulación, pero también encontramos otro

en el inciso 2° del artículo 53, el que señala que se encuentra igualmente prohibido *“efectuar transacciones o inducir o intentar inducir a la compra o venta de valores, regidos o no por esta ley, por medio de cualquier acto, práctica, mecanismo o artificio engañoso o fraudulento”*.

Los distintos tipos de manipulación bursátil contemplados en el artículo 53 de la LMV, corresponden a lo que la doctrina ha denominado como manipulación basada en la acción y manipulación basada en la información, mientras que el artículo 52 se referiría a la manipulación por negociación¹⁷¹.

Ahora bien, en este punto resulta peculiar analizar la decisión de separar el ilícito de la manipulación bursátil en dos artículos, primero por la variación que se aprecia a partir del examen del proyecto de la Ley de Mercado de Valores en que se aprecia que solo consideraba un artículo para regular este ilícito; y segundo, más relevante, por la técnica normativa adoptada, esto es, tan sólo entregando dos artículos con una redacción bastante amplia.

En relación a lo señalado en el proyecto de la Ley de Mercado de Valores, el ilícito de manipulación era contemplado únicamente en el artículo 48, el que según consta en el encabezado del mismo, se refiere a *“Prácticas engañosas y fraudulentas; y estabilización”*. En el informe técnico elaborado por el Ministerio de Hacienda respecto a la Ley de Mercado de Valores se señala que el Título VIII, que hasta entonces contenía solamente el artículo 48, establece una prohibición de *“las transacciones y cotizaciones ficticias de valores, aún cuando estas se lleven a cabo en negociaciones privadas. También prohíbe que persona alguna sea o no corredor o agente registrado, induzca a otra a la compra o venta de valores por medio de actos, prácticas, mecanismos o artificios engañosos o fraudulentos. Por último, existen ciertas actividades legítimas de estabilización de*

¹⁷¹ O’Ryan, *Manipulación de precios*, p. 126.

precios que se efectúan durante el período de colocación (underwriting) de valores”.

De lo anterior se desprende claramente que el contenido del artículo 48 del Proyecto es el mismo que el que la LMV luego consideraría en los artículos 52 y 53, de hecho la redacción utilizada es muy similar. Por lo mismo, no se entiende que con posterioridad el legislador haya decidido regular el mismo contenido por separado. Más aún, no sólo no queda claro el motivo de la separación de las conductas, sino que además, luego se vuelven a unir en el artículo 59 de la LMV, lo que sólo aumenta la confusión acerca de lo que motivó a nuestro legislador¹⁷².

Ahora bien, un segundo punto que resulta interesante analizar de la regulación normativa que la Ley de Mercado de Valores dispone para el ilícito de manipulación, está dado por la técnica normativa utilizada. En este sentido, se ha discutido acerca si nuestro legislador acertó al disponer de dos normas cuya redacción es evidentemente amplia, o si en realidad, hubiese sido más conveniente establecer un mayor número de normas, que contemplasen de manera más específica este ilícito, atendiendo a su complejidad.

Al respecto, creemos que es un acierto de nuestro legislador haber establecido normas que abordan la manipulación bursátil de manera amplia, ya que precisamente la complejidad involucrada en este tipo de ilícitos, hace extremadamente difícil que la ley pueda alcanzar la totalidad de formas en las que la manipulación se puede manifestar. Para nadie es desconocido que a medida que el mercado se desarrolla, su complejidad aumenta cada vez más, y en este contexto, es lógico que los mecanismos para cometer ilícitos también se diversifiquen. En atención a lo anterior, resulta más adecuado disponer de

¹⁷² O’Ryan, *Manipulación de precios*, p. 127.

regulación amplia, cuya redacción permita circunscribir la totalidad de supuestos de manipulación existentes, así como los que vendrán a futuro. Una regulación diferente conlleva el inminente riesgo de dejar fuera un conjunto de conductas mediante las cuales se podría cometer el ilícito.

Por último, es necesario precisar que el ilícito de manipulación contemplado en los artículos 52 y 53 de la LMV puede complementarse con lo dispuesto en el artículo 61 de la LMV, al señalar que el individuo que *“con el objeto de inducir a error en el Mercado de Valores difunda información falsa o tendenciosa, aun cuando no persiga con ello obtener ventajas o beneficios para sí o terceros, sufrirá la pena de presidio menor en sus grados mínimos a medio”*; así como con lo dispuesto en el inciso 1° del artículo 65, el que establece una prohibición de que la publicidad, propaganda y difusión realizada por los distintos participantes del mercado, contenga declaraciones, alusiones o representaciones que puedan inducir a error, equívocos o confusión al público sobre la naturaleza, precios, rentabilidad, rescates, liquidez, garantías o cualquiera otra característica de los valores de oferta pública o de sus emisores.

6.6.2. Regulación de la Manipulación Bursátil emanada de las Bolsas de Valores.

Pero la consagración normativa de la manipulación de mercado no solo se encuentra en la Ley de Mercado de Valores. También es regulada por los distintos cuerpos normativos emanados de las Bolsas de Valores en ejercicio de su facultad/deber de autorregularse.

Así las cosas, la BCS en su Reglamento, ha dispuesto normativa al respecto al tratar las obligaciones y prohibiciones a las cuales se encuentran sujetos los corredores de bolsa, específicamente en los artículos 65 a 68.

Al respecto, el artículo 65, en términos casi idénticos a los utilizados por el artículo 52 de la LMV, dispone que se encuentra *“prohibido a los corredores efectuar transacciones en valores con el objeto de estabilizar, fijar o hacer variar artificialmente los precios de los mismos”*.

Luego, entre los artículos 66 y 67 se aborda el tipo de manipulación tratada en el artículo 53 de la LMV, ya mencionada. Mientras el artículo 66 dispone que la realización de transacciones ficticias respecto de un valor, la participación en transacciones simuladas y la realización de maniobras tendientes a alterar artificialmente los precios, constituyen una infracción de carácter grave; el artículo 67, por su parte, establece una prohibición para que los corredores puedan *“efectuar transacciones, o inducir o intentar inducir a la compra o venta de valores por medio de cualquier acto, práctica, mecanismo o artificio engañoso o fraudulento”*.

Por último, el artículo 68 posee una redacción en términos muy similares a la de los artículos 61 y 65 de la LMV, pero enfocándose netamente en los corredores de bolsa. Al respecto, señala que aquella *“publicidad, propaganda y difusión que por cualquier medio hagan los corredores no podrá contener declaraciones, alusiones o representaciones que puedan inducir a error, equívocos o confusión al público sobre la naturaleza, precios, rentabilidad, rescates, liquidez, garantías o cualquier otra característica de los valores que intermedien o de sus emisores”*.

No ahondaremos mayormente en el análisis de los Reglamentos de la BEC y de la BOVALPO, puesto que cada una de ellas regula la manipulación de mercado en iguales términos que como lo hacen los mencionados artículos del Reglamento de la BCS. Mientras la BEC lo hace en los artículos 63, 64, 65 y 66

de su Reglamento, la BOVALPO lo considera en los artículos 62, 63, 64 y 65 de su Reglamento.

Pero no solo los Reglamentos de las respectivas Bolsas de Valores consagran la manipulación de mercado. También existen otros cuerpos normativos que lo hacen, tal es el caso de los Estatutos de cada una de ellas, y en algunos casos, sus Códigos de Ética.

Así, el Estatuto de la BCS contempla la manipulación de mercado en su artículo 30, el cual dispone que el Comité frente a ciertos supuestos de manipulación mencionados en sus letras a), b) y c), podrá recomendar al Directorio la pérdida de la calidad de corredor. Esto acontecerá si efectuaren transacciones con el objeto de estabilizar, fijar o hacer variar artificialmente los precios; si se efectuaren cotizaciones o transacciones ficticias de cualquier valor; o si se efectuaren transacciones o indujeren o intentaren inducir a la compra o venta de valores, por medio de actos, prácticas, mecanismos o artificios engañosos o fraudulentos.

Por otra parte, la BEC, en iguales términos que su símil de la BCS, ha consagrado la regulación de la manipulación de mercado en el artículo 30 letra c) de su Estatuto. En este sentido, la única deferencia que encontramos está dada por el hecho de que el artículo 30 del Estatuto de la BEC, concentra en un único literal –la letra c)- el conjunto de conductas manipuladoras que el artículo 30 del Estatuto de la BCS, tal como vimos, contempla en las letras a), b) y c).

Por último, el Código de Ética de la BEC también aborda la manipulación de mercado de una manera bastante interesante por su nivel de precisión, y porque varía en su redacción a lo señalado en los reglamentos y estatutos de las respectivas Bolsas de Valores, ya analizados.

A este respecto, el Código de Ética de la BEC en su artículo 17 referido a la “Integridad del Mercado”, señala que la Corredora y el personal afecto deberán abstenerse de difundir rumores, dar señales falsas o transmitir información que distorsione el proceso de formación de precios o que pueda afectar las decisiones bursátiles; evitar que con su actuar se obstaculice la formación de la cotización de valores transados, por otros factores más que el juego de la oferta y la demanda; y, por último, deberán abstenerse de manipular precios en cualquiera de sus formas, crear condiciones falsas de demanda o de oferta que influyan en los precios o tasas, montos o cantidades adjudicadas, y simular transacciones.

6.7. Dificultades del sistema regulatorio actual para enfrentar ilícitos de Manipulación Bursátil.

Expuesta la normativa vigente sobre manipulación bursátil, debemos señalar que a nuestro juicio, técnicamente la regulación existente debiese ser suficiente para hacerse cargo de manera efectiva de este tipo de ilícitos. En otras palabras, creemos que las infracciones al Mercado de Valores que dicen relación con manipulación bursátil se encuentran cubiertas con la normativa actual.

Ahora bien, el motivo por el cual a lo largo de esta exposición hemos sostenido que necesariamente deben introducirse cambios en esta materia –y en la regulación del Mercado de Valores en general- es doble causal, y apunta tanto a aspectos regulatorios de forma como de fondo.

Por una parte, en relación al fondo, y desde una mirada más sociológica que jurídica, creemos que en gran medida el problema de que se sigan cometiendo este tipo de ilícitos, atiende a que aún no existe una idea fraguada

en relación a que las infracciones que se gestan en el Mercado de Valores representan una verdadera vulneración al interés público, tal como sucede con otros ámbitos del derecho como el Derecho Penal, o más recientemente, la Libre Competencia, los que en opinión de la ciudadanía claramente los afectan. Parece ser que el tecnicismo, y la lejanía con la que la mayoría de la población mira el Mercado de Valores, genera la apariencia de que es un área que sólo compete a unos pocos, lo que no puede estar más lejos de la realidad.

Como sociedad no existe conciencia –probablemente porque tampoco hemos querido- del rol que debe cumplir la Administración en cada uno de los ámbitos de nuestra vida. Las distintas situaciones históricas han sido responsables de polarizar posiciones entre lo público y lo privado, y consecuentemente, de la relación entre la Administración y los particulares. Atrás deben quedar ciertos conceptos cargados y estereotipados, que generan barreras, tales como el “intervencionismo” o la “estatización”, que en el contexto actual, carecen de todo sentido. Resulta esencial que la ciudadanía vuelva a creer en el rol de las instituciones, las que finalmente no son otra cosa que la defensa de la sociedad frente al actuar de aquellos *free rider*, que buscan sacar ventajas ilegítimas en distintos ámbitos.

Ahora bien, derechamente en lo jurídico, aun cuando sostenemos que la normativa actual es suficiente para hacerse cargo de las infracciones al Mercado de Valores, no es menos cierto que resulta altamente sintomático su reiteración, y más aún, la tardanza con la que se evacúa respuesta por parte de los autorreguladores y de la Administración.

En este escenario, se hace imperante implementar modificaciones que hagan frente a aquello, partiendo desde una perspectiva más teórica, como la que hemos sostenido precedentemente al analizar la autorregulación regulada, y

en lo concreto, surgiendo como una interesante alternativa el enfoque de supervisión basado en riesgos, que parece ser una certera solución a la problemática señalada.

CAPÍTULO VII. CASOS EMBLEMÁTICOS DE MANIPULACIÓN BURSÁTIL EN EL MERCADO DE VALORES CHILENO: Manifestación de un sistema regulatorio deficiente.

Previo a entrar de lleno en el análisis casuístico, creemos que resulta necesario hacer una precisión. Cómo resulta lógico, cada uno de los casos que abordaremos corresponden a infracciones a la Ley de Mercado de Valores, específicamente a los artículos relativos a la manipulación bursátil, los cuáles fueron detectados y sancionados por la SVS. Por lo mismo, nuestra mirada se centra más que nada en ejemplificar con ellos, el enfoque reactivo que han tenido -y siguen teniendo- tanto los órganos autorreguladores como la SVS a la hora de normar, fiscalizar y sancionar a los participantes del Mercado de Valores. Como veremos, en buena parte de los casos, se aprecia que los ilícitos efectuados por los sancionados fueron realizados sostenidamente durante cierto periodo de tiempo, sin que los autorreguladores y la SVS pudieran detectarlos a tiempo, como se hubiere esperado.

7.1. Caso MBI Corredores de Bolsa S.A.

El caso que pasaremos a analizar a continuación, se refiere a la reiterada infracción a los artículos 52 y 53 de la Ley de Mercado de Valores que -como vimos- abordan la manipulación bursátil, por parte de MBI Corredores de Bolsa S.A. ("**MBI Corredores**"), todo ello mediante ciertas operaciones realizadas durante gran parte del año 2004.

Los Hechos:

Los ilícitos imputados a MBI Corredores, dicen relación con que durante el

año 2004, esta corredora realizó diversas operaciones de compraventa de acciones ilíquidas, las cuales, en general, presentaron un alza de precio sustancial durante ese año, incluso algunas de ellas llegando a un aumento por sobre el 100% de su valor durante ese periodo.

Específicamente los valores que fueron objeto de las señaladas transacciones, correspondían a acciones VOLCAN y PIZARREÑO, las que eran vendidas y compradas por MBI Corredores mediante la BEC y la BCS, en el primer caso teniendo como contraparte a Banchile, y en el segundo a Larraín Vial.

En pocas palabras, y tal como lo señala la Resolución Exenta N° 402 de 8 de septiembre de 2006, mediante la cual la SVS sancionó a la corredora, MBI Corredores vulneró el artículo 52 de la LMV y el artículo 63 del Reglamento de la BEC, ya que *"realizó una estrategia de acumulación de acciones VOLCAN y PIZARREÑO, mediante un proceso de compra sistemático para posteriormente, (a través de una serie de operaciones de compra y venta de tales instrumentos, por montos irrelevantes y operando en dos bolsas y con dos intermediarios diferentes), provocar un alza en el precio de cierre de dichos instrumentos, y una vez alcanzado un determinado precio objetivo, vender toda su posición en acciones VOLCAN y una parte sustancial de aquellas mantenidas en acciones PIZARREÑO, con el fin de obtener una utilidad fruto de un incremento en el precio de tales valores atribuible a las operaciones en las que participó como comprador y vendedor final"*¹⁷³.

Adicionalmente a la infracción anterior, también con su actuar vulneró el artículo 53 inciso 1° de la LMV, dado que algunas de las operaciones efectuadas por MBI Corredores fueron ficticias, toda vez que carecían de una intención de

¹⁷³ Resolución Exenta SVS N° 402, 23 de octubre de 2006, p. 3.

adquisición o enajenación de las acciones VOLCAN y PIZARREÑO, siendo el objetivo verdadero de ellas lograr la manipulación al alza en el precio de dichos valores, alterando las estadísticas respecto de los montos transados, tanto en la BEC como en el BCS¹⁷⁴.

Consecuencia de dichas infracciones, la SVS decide finalmente sancionar a MBI Corredores con una multa de U.F. 10.000, y suspensión por 10 días hábiles de la inscripción en el Registro de Corredores de Bolsa y Agentes de Valores.

Como se aprecia, si bien la SVS en este caso logró detectar la vulneración a las normas que regulan la manipulación bursátil, lo cierto es que si realmente hubiese contado con un adecuado sistema de fiscalización -lo mismo corre para las Bolsas de Valores- dichas operaciones debiesen haber sido evitadas, dado que las operaciones que finalmente sancionó la SVS, fueron manifestación de un actuar sostenido por parte de MBI Corredores, en conjunto con otros actores aun cuando no se acreditó la colusión, todo lo cual, claramente culminaría en operaciones como las sancionadas.

Es decir, en este caso se aprecia claramente que la aplicación de un sistema de regulación mixta reactivo, el cual hemos venido señalando que no es eficiente, fallando tanto los mecanismos de prevención de la SVS como los de las Bolsas de Valores, que recordemos, son las principales encargadas de llevar a cabo la regulación en este mercado.

¹⁷⁴ Resolución Exenta SVS N° 402, 23 de octubre de 2006, p. 3.

7.2. Caso Scotia Sud Americano Corredores de Bolsa S.A.

La sanción aplicada en el caso Scotia Sud Americano Corredores de Bolsa S.A. ("**Scotia Corredores**"), tuvo lugar el año 2004, cuando la SVS luego de un procedimiento administrativo que se extendió por aproximadamente 6 meses desde la formulación de cargos hasta la aplicación de la sanción, finalmente decide sancionar a Scotia Corredores con una multa de U.F. 5000, por la comisión de las acciones prohibidas que se contemplan en el inciso 2° del artículo 53 de la Ley de Mercado de Valores, así como por las infracciones dispuestas en el artículo 34 del mismo cuerpo normativo y en la Norma de Carácter General N° 12.

Los hechos:

La SVS sanciona a Scotia Corredores, sosteniendo que durante los años 2001 y 2002, se realizaron dentro de la corredora y por su intermediación, una serie de transacciones anormales, carentes de justificación económica, ejecutadas sin la rectitud y regularidad que exige el mercado bursátil y para cuya ejecución se hizo uso de prácticas engañosas¹⁷⁵.

En lo concreto, los hechos imputados a Scotia Corredores dicen relación a su actuación de intermediación en operaciones entre Inverlink Corredores de Bolsa S.A. –por Inverlink Consultores S.A.- y CORFO, mediante las cuales se habría burlado el cumplimiento de una limitación o prohibición administrativa interna de CORFO, que le impedía operar con entidades que no fueran intermediarios filiales bancarias. En resumidas cuentas se trata de una triangulación, en la que CORFO a través de Scotia Corredores compraba determinados títulos, los cuales eran entregados directamente a un "piloto" o

¹⁷⁵ Resolución Exenta SVS N° 124, 22 de marzo de 2004, p. 6.

“estafeta” de Inverlink Corredores de Bolsa S.A., permitiendo así, que ciertos miembros de CORFO eludieran la prohibición o limitación interna que existía.

Se señala que el gerente de la mesa de dinero de Scotia Corredores, en conciencia de la existencia de la mencionada limitación administrativa interna de CORFO, y a objeto de eludirla, ejecutó transacciones irregulares mediante el uso de prácticas engañosas, cuyo objetivo era facilitar al Jefe de Tesorerías de CORFO el uso indebido de los instrumentos de su cliente, sin que Scotia Corredores se percatara de ello o tomara medidas para evitar que ello ocurriera. Lo anterior, se mantuvo por a lo menos dos años, en que Inverlink y el Jefe de Tesorerías de CORFO, usufructuando del prestigio de Scotia Corredores y de la complicidad de su gerente de mesa de dinero, efectuó este conjunto de operaciones sin que la corredora fuese capaz de detectar tal situación, a pesar de las manifiestas particularidades que concurrían en ellas¹⁷⁶.

Al respecto, creemos que el caso de Scotia Corredores es muy gráfico de lo que hemos venido diciendo hasta aquí, en el sentido de que el sistema de supervisión vigente, no permitió identificar a tiempo el engranaje mediante el cual estos participantes lograban sortear la mencionada prohibición, engañando no solo a la propia entidad involucrada, en este caso CORFO, sino también al mercado en general.

Tal como consta de los hechos relatados, las operaciones ilícitas aquí comentadas, se extendieron sistemáticamente durante años, y a pesar de las incuestionables particularidades que presentaban, tanto la corredora – autorregulación- como al SVS –supervisión estatal-, no fueron capaces de detectarlo en su debido momento.

¹⁷⁶ Resolución Exenta SVS N° 124, 22 de marzo de 2004, pp. 3-4.

En esta misma línea, nos parece sumamente interesante y ejemplificador de lo que sostenemos, lo que hace la SVS en la resolución exenta mediante la cual sancionó a Scotia Corredores, al señalar que: *“la ley ha concedido un monopolio en la actividad de intermediación de valores a los Corredores de Bolsa y Agentes de Valores, y ha depositado en ellos parte de la fe pública que debe existir en el Mercado de Valores, cuestión que los obliga a mantener medidas de seguridad y resguardo de los intereses de sus clientes, no sólo en cuanto a los títulos y partes de la operación, sino también en cuanto a determinar la conducta de su personal, debiendo impedir la realización de cualquier acto engañoso o fraudulento dentro de ella”*¹⁷⁷.

Eso fue lo que falló en este caso, y ello también representa la constante problemática de un sistema de fiscalización reactivo, incapaz de anticiparse o al menos percatarse a tiempo de este tipo de cometidos. Desde nuestro punto de vista, la solución a ello se encuentra precisamente en cambiar el enfoque tradicional de regulación, supervisión, y su consecuente sanción, la que hasta ahora, frecuentemente llega tarde.

7.3. Caso Alfa Corredores de Bolsa S.A.

El denominado Caso Alfa, tuvo como protagonista a Alfa Corredores de Bolsa S.A. ("**Alfa Corredores**"), y se trató de un ilícito cuyos hechos acontecieron principalmente durante los primeros meses del año 2008, siendo sancionada la corredora por la SVS el día 6 de julio de 2009, mediante Resolución Exenta N°425.

En específico, las principales infracciones normativas por las que se

¹⁷⁷ Resolución Exenta SVS N° 124, 22 de marzo de 2004, pp. 3-4.

sancionó a Alfa Corredores son dos: (i) Realización de operaciones ficticias (art. 53 LMV); y, (ii) Uso indebido de valores entregados en custodia por sus titulares (art. 60 letra i) LMV).

Ahora bien, cabe señalar que en la formulación de cargos, la SVS también consideró la posibilidad de sancionar a Alfa Corredores por falta en la entrega de información de índices de liquidez y solvencia a la SVS, así como por haber intermediado valores que no eran íntegros. El primero de estos cargos fue incorporado por la SVS al cargo referido a la realización de operaciones ficticias (art. 53 LMV), mientras que el segundo fue incluido en el cargo relativo a uso indebido de valores entregados en custodia de Alfa Corredores, por sus clientes.

Aun cuando en lo concreto, la discusión del caso se centró principalmente en el uso indebido de valores entregados en custodia por sus titulares a Alfa Corredores, nosotros nos enfocaremos en analizar la infracción cometida al artículo 53 de la LMV, complementándolo, claro está, con este segundo ilícito señalado, el cual se refiere a la falta en la entrega de información sobre índices de liquidez y solvencia a la SVS por parte de la corredora.

Los hechos:

El principal foco de análisis de la SVS en este caso, consistió en determinar el motivo por el cual las cuentas accionarias de Inversiones FOX S.A. (**“FOX”**), sociedad relacionada a Alfa Corredores, durante los meses de enero, febrero, marzo y abril del año 2008, comenzaban con saldo cero o positivo de acciones, pero a partir de los primeros días de cada mes, tales cuentas evidenciaban crecientes saldos negativos respecto de acciones de ciertos emisores en particular. El déficit señalado se mantenía e incluso aumentaba durante el transcurso del mes, pero, sin embargo, hacia finales de cada mes, la

situación se revertía mediante operaciones de compra realizadas por FOX a Alfa Corredores o a terceros, con lo cual el saldo negativo de acciones presente a lo largo del mes, se cuadraba a cero o saldo positivo.

Luego de la investigación llevada a cabo por la SVS, éste órgano pudo constatar que la razón de esta particular situación –repetida mes a mes- se debía a que la realidad de FOX eran sus saldos negativos de acciones de diversos emisores, acumulados en las cuentas accionarias que mantenía en Alfa Corredores. A sabiendas de lo anterior, Alfa Corredores –relacionada de FOX- ayudaba a ajustar las cuentas accionarias de FOX mediante operaciones directas en las que vendía los instrumentos necesarios para subsanar los déficits de acciones, y con ello reponer valores utilizados indebidamente a los clientes de la corredora¹⁷⁸.

En otras palabras, las operaciones realizadas entre FOX y Alfa Corredores no tenían otra justificación que permitir la regularización por un día de los saldos negativos que manifestaban las cuentas accionarias de FOX. Lo anterior en virtud de que se trataban de compras y ventas de acciones respecto de las cuales FOX no tenía saldo suficiente en su cartera al actuar como vendedor, ni fondos para pagar cuando actuaba como comprador¹⁷⁹.

Lo anterior, si bien refleja un actuar relativamente rápido por parte de la SVS –a diferencia de lo sucedido en los casos MBI Corredores de Bolsa S.A. y Scotia Sud Americano Corredores de Bolsa S.A.- no es menos cierto que también es manifestación del errado enfoque de supervisión que tanto hemos criticado previamente.

¹⁷⁸ Resolución Exenta SVS N° 425, 6 de julio de 2009, pp. 7-8.

¹⁷⁹ Resolución Exenta SVS N° 425, 6 de julio de 2009, p. 11.

En gran medida lo que posibilitó la ocurrencia de este ilícito de forma reiterada, fue el hecho de que Alfa Corredores, producto de las operaciones ficticias realizadas, alteró sus índices de liquidez y solvencia patrimonial, entregando información errada o derechamente falsa a la SVS, la que no reflejaba su real situación financiera.

En este sentido, creemos que nada de esto hubiese ocurrido si la supervisión efectuada por la SVS, en aquel entonces, hubiese estado basada en riesgos, ya que con la información que este tipo de enfoque requiere de los participantes del mercado, la posibilidad de engañar al fiscalizador disminuye exponencialmente. Aún cuando Alfa Corredores hubiese entregado información falsa a la SVS, el contraste de esta con el conjunto de información y antecedentes exigidos bajo el enfoque de SBR la hubiese delatado rápidamente, inhibiendo a la corredora de efectuar las operaciones, o al menos detectando la inconsistencia de forma inmediata.

7.4. Caso Cascadas.

Por último, muy someramente haremos mención al denominado Caso Cascadas, probablemente uno de los más icónicos en los que la SVS ha formulado cargos por infracción a los artículos 52 y 53 de la LMV.

Desde el año 2013 a la fecha, el Caso Cascadas ha llamado la atención del mercado nacional, presentando relevancia también al interés público en general, en la medida que algunos participantes han señalado que con las operaciones realizadas por las sociedades cascadas, se terminó afectando gravemente a las Administradoras de Fondos de Pensiones que tenían acciones en ellas y, en consecuencia, a buena parte de los trabajadores del país.

Respecto de esto último, sin entrar a calificar la veracidad o falsedad de las infracciones que se imputan a los distintos involucrados -puesto que existen procesos judiciales aún en curso- creemos que es una clara muestra de lo que hemos venido sosteniendo a lo largo de esta exposición, en el sentido de que deben olvidarse los viejos paradigmas de la relación entre lo público y lo privado. Hoy en día la globalización hace que dicha dicotomía sea cada vez más permeable, al punto que tiende prácticamente a desaparecer por completo.

Qué mejor prueba de lo planteado que el presente caso, en donde vemos que a partir de ciertas operaciones entre particulares, eventualmente podrían haberse visto perjudicado un porcentaje importante de los trabajadores del país.

Por otra parte, desde un punto de vista regulatorio, el Caso Cascadas deja en evidencia una importante problemática que presenta la normativa aplicable, y que desde hace bastante tiempo podía apreciarse. Hablamos de la dificultad regulatoria a la hora de aplicar sanciones derivadas de los ilícitos ocurridos en el Mercado de Valores.

En este sentido, la normativa vigente hasta la fecha, tal como hemos visto al momento de analizar la Potestad Sancionadora de la SVS, entrega a dicha entidad la posibilidad de aplicar las siguientes sanciones: (i) Censura; (ii) Multa a beneficio fiscal; y, (iii) Revocación o suspensión de su autorización de existencia o nombramiento.

Ahora bien, de las mencionadas sanciones resulta evidente -a nuestro juicio- que la única de ellas que verdaderamente podría inhibir a los agentes de cometer un ilícito, corresponde a la aplicación de multas. Lo anterior, con especial atención de que lo que se está regulando es el mercado, mundo en el cual la gran

mayoría de las decisiones se toman en base a sopesar ventajas y desventajas desde un punto de vista económico.

Por lo anterior, en lo concreto, frente a un caso como el analizado, a la SVS sólo le quedaría como alternativa optar por imponer una multa a beneficio fiscal con un tope máximo de U.F. 15.000, la que podrá ser aumentada entre tres o cinco veces cuando existe reiteración en el ilícito, o bien, aplicar lo señalado en el artículo 29 de la Ley Orgánica de la SVS, que señala que *“No obstante lo expresado en los artículos 27 y 28 al aplicar una multa, la Superintendencia, a su elección, podrá fijar su monto de acuerdo a los límites en ellos establecidos o hasta en un 30% del valor de la emisión u operación irregular”*.

Es decir, la SVS tiene dos opciones: (i) Aplicar una multa cuyo monto deberá respetar el tope máximo establecido en los artículos 27 y 28 de la Ley Orgánica de la SVS, o bien, (ii) Aplicar una multa por hasta un 30% del valor de la emisión u operación irregular.

Lo anterior es problemático por dos motivos:

(i) Por una parte, si se opta por aplicar una multa a beneficio fiscal con el tope máximo señalado en los artículos 27 y 28, se corre el grave riesgo de que el monto por el cual el infractor se ha beneficiado al cometer su ilícito, sea superior a aquel por el cual será sancionado. En este sentido, la multa arriesgada no será la suficiente para inhibir al infractor de actuar, y es más, económicamente existiría un incentivo para cometerlo.

Puede ser que la norma contenida en los artículos 27 y 28 haya sido suficiente en relación a los montos transados en el Mercado de Valores a la época en que se legisló, sin embargo, hace bastante tiempo que resulta evidente que

las operaciones realizadas en este contexto pueden superar por mucho aquel límite.

(ii) Por otra parte, se ha entendido que la solución al problema recién planteado estaría precisamente en el artículo 29 de la Ley Orgánica de la SVS, que entrega la facultad de optar por aplicar una multa por hasta un 30% del valor de la emisión u operación irregular.

El problema de la solución anterior -manifestado en el Caso Cascadas- es que dicha norma no entregaría parámetros precisos y objetivos que permitan a la SVS determinar cuál es el valor real de la emisión u operación irregular y, en consecuencia, cual es el monto de la multa por el que debiese sancionar al infractor.

Así lo ha entendido también recientemente el TC, al pronunciarse acerca de la inaplicabilidad por inconstitucionalidad del artículo 29 de la Ley Orgánica de la SVS, a consecuencia del requerimiento presentado por uno de los sancionados en el Caso Cascadas.

Al respecto, el TC señaló que ***“CUADRAGESIMOTERCERO: Que no resultan razonables ni existen criterios objetivos que determinen la forma en que corresponda aplicar la sanción prevista en el artículo 29 del DL 3538, puesto que la disposición se limita a facultar –discrecionalmente- a la autoridad administrativa a imponer sanción, de hasta un 30% del valor de la operación irregular [...]”***¹⁸⁰.

En este contexto, el TC considera que *“[...] la disposición cuestionada no fija parámetro alguno de razonabilidad a la autoridad, lo que no se compadece*

¹⁸⁰ STC, Rol N° 2.922-15, 29 de septiembre de 2016, C. 43°.

con criterios mínimos de proporcionalidad, como los que han sido reiteradamente citados por esta Magistratura constitucional.

En efecto, de optarse por la imposición de la sanción prevista en el artículo 29, la norma no entrega parámetros o baremos objetivos a la autoridad administrativa para determinar ‘cómo y por qué se aplica el 1% o, en su grado máximo, el tope del 30% previsto en la normativa [...]’¹⁸¹.

Finalmente, atendido lo anterior, el TC resuelve acoger el requerimiento de inaplicabilidad presentado, argumentando que “[...] *la aplicación del inciso primero del artículo 29 del Decreto Ley N° 3538, de 1980, al caso concreto, produce efectos contrarios a la Constitución Política de la República, específicamente, al **principio de proporcionalidad**, desde que su materialización fáctica no se sustenta sobre la base de criterios de razonabilidad (objetivos y ponderados) que permitan determinar por qué se ha impuesto una determinada sanción, e incluso, por qué un porcentaje específico y no otro [...]’¹⁸².*

Con el precedente entregado por el TC mediante la resolución comentada, hoy por hoy, a la SVS sólo le quedaría optar por aplicar la multa contenida en los artículos 27 y 28, con el riesgo de “quedarse corto”, pero con la certeza de encontrarse apegado a la legalidad; o bien, optar por aplicar el artículo 29 del DL N° 3.538, exponiéndose a que nuevamente se declare la inaplicabilidad de la norma.

Ahora bien, en relación a esto último consideramos que, aún cuando es plausible considerar que el artículo 29 del DL N° 3.538 no entrega parámetros claros a la SVS para llegar a través de un cálculo objetivo a la multa que deberá

¹⁸¹ STC, Rol N° 2.922-15, 29 de septiembre de 2016, C. 45°.

¹⁸² STC, Rol N° 2.922-15, 29 de septiembre de 2016, C. 49°.

imponer, no es menos cierto que la SVS al momento de sancionar perfectamente podría explicar el proceso intelectual por el cual finalmente llega a la multa aplicada. Es decir, el problema de la proporcionalidad y arbitrariedad que se le reprocha a las multas aplicadas conforme al artículo 29 del DL 3.538, a nuestro juicio, tendría su solución en la motivación de la sanción.

Es evidente que un tema tan delicado como este, no puede quedar en un plano tan incierto como el recién relatado.

En sintonía con lo anterior, es necesario señalar que la Ley N° 21.000 que crea la CMF podría encontrarse la solución a lo anterior, toda vez que modifica la actual regulación en relación a las multas que puede aplicar la SVS a sus fiscalizados.

La Ley N° 21.000 establece que la CMF podrá aplicar multas equivalentes, alternativamente, a un monto global por sociedad, persona o entidad sancionada, según corresponda, de hasta: (i) La suma de U.F. 15.000, que podrá aumentar hasta 5 veces en caso de haber sido sancionado anteriormente por infracciones de la misma naturaleza; (ii) El 30% del valor de la emisión, registro contable u operación irregular; o, (iii) El doble de los beneficios obtenidos producto de la emisión, registro contable u operación irregular.

Hasta aquí, la única innovación vendría siendo la mencionada en el número tres del párrafo anterior, en el sentido de que la CMF podrá aplicar una multa por el doble del beneficio que el ilícito hubiese significado al infractor. Sin embargo, esto seguiría conflictuando con la discrecionalidad y falta de objetividad a la que hacíamos alusión.

El verdadero cambio que introduce se encuentra precisamente en que viene a regular y establecer parámetros para la determinación del rango y monto específico de las multas. La Ley N° 21.000 establece que la CMF en ejercicio de esta potestad, deberá considerar una serie de criterios y circunstancias, de forma que la multa aplicada sea óptima para el cumplimiento de sus fines. A los criterios de gravedad de la conducta, capacidad económica del infractor y la reiteración de la infracción, la Ley N° 21.000 agrega elementos objetivos de análisis, tales como, (i) el beneficio económico obtenido; (ii) el daño o riesgo causado; (iii) el grado de participación de los infractores; (iv) el haber sido sancionado previamente por la CMF; o, (v) la colaboración prestada a la CMF, antes o durante la respectiva investigación.

Sin duda se trata de una modificación regulatoria que aportará bastante en solucionar el problema planteado.

CONCLUSIONES.

El Mercado de Valores es la plataforma mediante la cual se canalizan los recursos provenientes desde el ahorro hacia la inversión, convirtiéndose en una de las más importantes fuentes de financiamiento tanto a nivel nacional como internacional.

Bajo el alero de ciertos ejes rectores como la (i) eficiencia; (ii) transparencia; (iii) protección al inversionista; (iv) facilidad en el flujo ahorro-inversión; (v) responsabilidad en la intermediación; (vi) igualdad entre participantes, etc.; el Mercado de Valores cumple un rol esencial en la economía actual, proporcionando a los ahorristas o inversionistas la posibilidad de entregar su dinero a la inversión, con la posibilidad de liquidarlo rápidamente, en caso que sea necesario.

En términos generales, se estructura a partir de cinco grupos esenciales: (i) emisores de los valores; (ii) intermediarios de valores; (iii) inversionistas o demandantes de valores; (iv) entidades de apoyo a la información; y, (v) agentes reguladores y fiscalizadores del mercado.

En este contexto, especial relevancia para nuestra exposición presentan los agentes u órganos encargados de llevar a cabo la regulación y fiscalización del Mercado de Valores, los que se expresan a través de un engranaje de órganos privados y públicos, resultado del sistema de regulación mixta aplicado en la mayoría de los mercados del mundo. Mientras que, por una parte, tenemos a los (i) reguladores privados u órganos autorreguladores, como lo son esencialmente las Bolsas de Valores, por otro, se encuentran los (ii) reguladores públicos, los que se materializan en distintas instituciones, la más importante de ellas en la escena nacional, la SVS.

Desde la vereda de la regulación pública, La SVS es el principal ente administrativo de nuestro país encargado de contribuir al desarrollo de los mercados mediante regulación y fiscalización eficiente, que debe propender a facilitar la participación de los agentes del mercado, cuidando la fe pública y resguardando los derechos de los inversionistas y de los asegurados.

Creada por el D.L. N° 3538, denominado también Ley Orgánica de la SVS, es definida como una institución autónoma, con personalidad jurídica y patrimonio propio, que se relaciona con el Gobierno a través del Ministerio de Hacienda, y que en atención a carácter técnico del área en el que se desenvuelve, emplea funcionarios altamente especializados.

En este punto, no podemos dejar de mencionar que la SVS, como tal, prontamente desaparecerá, toda vez que la reforma legislativa que crea la CMF, entidad colegiada y con mayor grado de autonomía que busca supervisar el mercado financiero con una mirada general y sistemática, reemplazará la institucionalidad de la SVS. Hacemos hincapié en que de ninguna manera la creación de esta Comisión hace estéril el análisis que hemos dedicado a la SVS, sino que precisamente permite entender la razón de los cambios que presentará la nueva institucionalidad.

Organizacionalmente, a la cabeza de la SVS se encuentra el Superintendente de Valores y Seguros, nombrado por el Presidente de la República, que es el jefe superior de la SVS y tiene la representación legal, judicial y extrajudicial de la misma. A su vez la SVS se estructura a partir de cinco grandes áreas funcionales: (i) Áreas dependientes del Comité Directivo; (ii) Área de Valores; (iii) Área de Seguros; (iv) Áreas Transversales; y, (v) Gestión Interna.

De ellas, probablemente las áreas que mayor interés representan entorno a la regulación y efectiva sanción de infracciones normativas cometidas en el Mercado de Valores, son el área de cumplimiento de mercado –que pertenece a las áreas dependientes del Comité Directivo de la SVS- y el área de valores.

Mientras el área de cumplimiento de mercado es aquella encargada de ejecutar y coordinar la política de investigación y sanción en el Mercado de Valores, incorporando dentro de sus funciones la persecución de conductas calificadas como abusos de mercado -uso de información privilegiada fraudes financieros y contables, y la manipulación de mercados- así como la substanciación de los procedimientos administrativos sancionatorios, el área de valores, por su parte, es aquella que tiene a su cargo la supervisión de las entidades relacionadas con el Mercado de Valores, tales como, sociedades anónimas abiertas, emisión de valores de oferta pública, Bolsas de Valores, intermediarios de valores, etc.

En este contexto, es importante mencionar que la doctrina moderna del Derecho Económico ha identificado ciertas características que resultan esenciales para una adecuada fiscalización mediante el ejercicio de las atribuciones con las que cuenta el órgano fiscalizador: Profesionalismo, Tecnicismo y Selección.

Resulta clave referirse a un innovador modelo de fiscalización que busca potenciar las herramientas con las que cuenta la SVS, así como entregarle una perspectiva diferente desde la cual desarrollarse, más acorde a las necesidades de los mercados actuales, esto es, el modelo de SBR.

La SBR es una herramienta cuyo fin principal consiste en lograr la maximización de los recursos destinados a la supervisión del mercado de modo

tal que su utilización sea lo más eficiente posible, recogiendo y sistematizando de mejor manera los distintos elementos de los modelos tradicionales de supervisión, introduciendo cambios en la lógica de la estructura de supervisión, pasando de un sistema reactivo a uno que busca anticiparse a los posibles problemas que a futuro podrían manifestarse.

Para lograr esto, procedimentalmente la supervisión se divide en cuatro etapas: (i) Determinación en abstracto de los factores de riesgo que serán considerados para evaluar el nivel de riesgo que el fiscalizado presenta; (ii) Realización de un análisis de riesgo de los distintos supervisados, a partir de lo cual se emitirá un reporte; (iii) Desarrollo de un plan de mitigación de riesgos; y, (iv) Por último, una vez realizado el plan de mitigación -en caso de haber sido necesario-, el órgano supervisor volverá a evaluar al supervisado.

Ahora bien, todo lo mencionado precedentemente, a su vez, puede enmarcarse en las distintas potestades que detenta la SVS por disposición del legislador para llevar a cabo su tarea, y las funciones que realiza con el objeto de generar confianza y condiciones adecuadas para la creación, implementación y promoción de diversas iniciativas para el desarrollo del mercado.

Si bien existen diversas clasificaciones para las potestades que detentan los órganos de la Administración, nosotros creemos que las esenciales para el adecuado ejercicio de las funciones de las SVS son tres: (i) Potestad Normativa o Reguladora; (ii) Potestad Fiscalizadora o Supervisora; y, (iii) Potestad Sancionadora.

Estas tres potestades forman un todo a la hora de definir un sistema regulatorio: la Potestad Normativa estableciendo un marco regulatorio que se materializa en la dictación de normativa especial para el mercado y sus

participantes; la Potestad Fiscalizadora efectuando el control y la supervisión para que todas las actividades y entidades que participan en el Mercado de Valores lo hagan en cumplimiento de la normativa legal, reglamentaria y administrativa; y, la Potestad Sancionadora encargándose de aplicar las sanciones derivadas del incumplimiento o infracción de la normativa relativa al Mercado de Valores, como resultado de una debida investigación.

Especial atención hemos puesto en el ejercicio de la Potestad Sancionadora, dado su importancia a la hora de definir el sistema de regulación del mercado más *ad-hoc*, y la constante tensión presente en los sistemas de regulación mixta, a partir de lo cual se generan diferentes discusiones doctrinarias, las que vale la pena abordar.

Dentro de las distintas discusiones que han surgido en la dogmática administrativa acerca de esta Potestad Sancionadora de los órganos de la Administración, nosotros hemos puesto el foco en cuatro de ellas, atendiendo a su importancia en materia regulatoria: (i) La naturaleza jurídica de la Potestad Sancionadora; (ii) La constitucionalidad del ejercicio de la Potestad Sancionadora de los órganos de la Administración; (iii) Identidad ontológica entre las sanciones administrativas y las sanciones penales; y, (iv) Vulneración o no del principio *non bis in ídem*, a partir de la acumulación de sanciones penales y administrativas.

La primera de estas discusiones, dice relación con la naturaleza jurídica de la Potestad Sancionadora de la Administración del Estado, y específicamente gira entorno a determinar si el ejercicio de dicha potestad debe o no circunscribirse en el llamado "*Ius Puniendi*" estatal, y consecuentemente, si debe considerarse como parte del Derecho Penal, o bien, como una rama autónoma del Derecho. A partir de esta discusión, y de sostener una u otra postura, podemos identificar la pertinencia de hablar o calificar a la rama del Derecho que

estudia la Potestad Sancionadora como: (i) Derecho Penal Administrativo, o bien, (ii) Derecho Administrativo Sancionador.

Al respecto, la postura dominante actualmente es aquella que sostiene que la manifestación del *Ius Puniendi* que encontramos en la Potestad Sancionadora que ejercen los órganos de la Administración del Estado, es exactamente la misma que ejercen los Tribunales de Justicia.

Sin embargo, esta tesis no ha estado exenta de críticas, ya que sus detractores señalan que en realidad dicha posición únicamente se justificaría a partir de dos presupuestos errados. Por una parte, que la Potestad Sancionadora como parte del Derecho Penal atemperaría el rechazo que las actuaciones de la Administración producen en los administrados y, por otra, que ante la ausencia de principios rectores aplicables a esta potestad, necesariamente debiese nutrirse con los principios aplicables al Derecho Penal.

Nuestra posición se encuentra con la segunda posición doctrinaria. Si bien entendemos que el ejercicio de la Potestad Sancionadora efectivamente representa una manifestación del *Ius Puniendi* estatal, creemos que en la medida que se conciba el Derecho Administrativo Sancionador como una rama autónoma del Derecho, vinculada al Derecho Público, es posible cumplir adecuadamente tanto con su objetivo principal, esto es, garantizar y concretar intereses generales y colectivos, así como brindar las garantías correspondientes al imputado. El Derecho Administrativo Sancionador ante todo es Derecho Administrativo, perteneciente directamente al Derecho Público, por más que el escaso desarrollo dogmático actual haga hasta cierto punto aceptable informarlo momentáneamente con elementos del Derecho Penal.

Una segunda discusión doctrinaria entorno a la Potestad Sancionadora de la Administración, es aquella que trata su constitucionalidad, identificándose al respecto dos posiciones muy marcadas.

Una primera postura, señala que las leyes que otorgan a los órganos administrativos el ejercicio de dicha potestad serían normas abiertamente inconstitucionales, dado que al entregar la Potestad Sancionadora a ciertos órganos pertenecientes a la Administración -distintos de los Tribunales de Justicia- se vulneran dos preceptos de nuestra carta fundamental, esto es, el artículo 19 N°3 inciso 6° y el artículo 76.

Como contrapartida, una segunda postura más moderna y a la que adherimos en este trabajo, sostiene que la Potestad Sancionadora de la Administración del Estado se apega plenamente a la Constitución Política de la República, de la misma manera que lo hacen las sanciones administrativas por ella impuestas. Esto último, debido a que se trata de una potestad que fue expresamente reconocida por nuestro constituyente -tal como se desprende del estudio de las Actas de la Comisión constituyente- y adicionalmente, cabe señalar que las actuaciones realizadas por la Administración, si bien son manifestación del *Ius Puniendi* estatal, no constituyen ejercicio de facultades jurisdiccionales.

A los dos argumentos anteriores, debe agregarse una tercera razón, que se encuentra en el deber jurídico que posee el Estado de responder mediante la Administración a los nuevos desafíos que presenta la sociedad contemporánea. Consideramos que la constitucionalidad de la Potestad Sancionadora se justifica en su posición de garante de ciertos valores y bienes jurídicos colectivos, transformándose en un mecanismo que sirve para modelar la sociedad, dando así respuesta a una exigencia de carácter constitucional.

De la mano con el análisis de la constitucionalidad de la Potestad Sancionadora y aún cuando actualmente parece aceptado que se le apliquen principios del Derecho Penal -al menos de manera atenuada o matizada- persiste la discusión en torno a determinar si las sanciones administrativas deben considerarse como un tipo de sanción penal, o en realidad, poseen una naturaleza jurídica diferente. Es decir, la discusión consiste en determinar si existe o no identidad ontológica entre ambos tipos de sanciones.

Al respecto, una primera postura señala que las sanciones administrativas no podrían equipararse a las sanciones penales, ya que de la simple lectura del artículo 20 del Código Penal se desprendería que nuestro legislador tuvo una clara intención de distinguirlas, al señalar que no se reputan penas *“las multas y demás correcciones que los superiores impongan a sus subordinados y administrados en uso de su jurisdicción disciplinal o atribuciones gubernativas”*.

En la vereda contraria, se sostiene que el artículo 20 del Código Penal correspondería a una precisión realizada por nuestro legislador, en relación a que las mencionadas sanciones administrativas no deben ser reputadas penas, pero únicamente para efectos penales.

Colgándose de esta crítica, la postura doctrinaria que sostiene la identidad ontológica entre las sanciones penales y administrativas, señala que el artículo 20 del Código Penal si bien expresa que las sanciones administrativas formalmente no constituirían penas, igualmente reconocería que ambas sanciones poseen una naturaleza jurídica común, al ser una respuesta frente a una conducta antijurídica y, por tanto, castigable. En uno de los casos dicha respuesta emanaría de los Tribunales de Justicia, y en el otro, de la Administración del Estado.

Esta última posición doctrinaria es la que ha seguido nuestro TC, el que ha sostenido la identidad ontológica entre penas y sanciones administrativas, argumentando que ambas participarían del estatuto de penas previstos en la Constitución, con ciertos matices, y agregando que el legislador es libre de establecer conductas antijurídicas y de entregar la imposición de sanciones derivadas de su infracción tanto a la autoridad judicial como a la administrativa, según considere más conveniente a sus fines.

Si bien adherimos a lo señalado por el TC respecto a que finalmente será el legislador quien deberá optar por disponer sanciones penales o administrativas en atención a los fines que persiga, creemos que no es adecuado sostener la identidad ontológica entre sanciones penales y administrativas, por argumentos que van más allá de lo literal del artículo 20 del Código Penal. Consideramos que la razón de la naturaleza jurídica diferente entre ambas sanciones, se funda en la discusión referida a la dependencia o no de la Potestad Sancionadora de la Administración al Derecho Penal.

Hemos sostenido la autonomía del Derecho Administrativo Sancionador, el que si bien por ahora debe tomar prestados ciertos principios del Derecho Penal de forma matizada, no por ello deja de ser una rama autónoma del Derecho, anclada al Derecho Público.

El ejercicio de la actividad sancionadora de la Administración del Estado no corresponde a una misma manifestación del *ius Puniendi* estatal del que emanan las sanciones penales, ya que mientras la sanción penal pone su atención en los individuos susceptibles de cometer la conducta antijurídica, mediante el restablecimiento del equilibrio social perturbado por la conducta ilícita; la sanción administrativa, por su parte, apunta a concretar ciertas

finalidades del Estado. Es decir, por más que en ocasiones resulten tenues las diferencias entre ambos tipos de sanciones, en último término, cada una de ellas se dirige a la protección de ciertos bienes jurídicos o intereses sociales en particular, los que pueden coincidir o no, siendo aquello determinante para el legislador a la hora de decidirse por una u otra opción.

Por último, directamente relacionado a la discusión acerca de la identidad ontológica de las sanciones penales y administrativas surge una cuarta discusión doctrinaria, relativa a determinar si existe o no vulneración al principio del non bis in ídem al acumular sanciones penales impuestas por los Tribunales de Justicia con sanciones administrativas impuestas por los órganos de la Administración, en nuestro caso, por la SVS.

Al respecto, sostenemos que la imposición conjunta de sanciones penales y administrativas de ninguna manera constituye una vulneración al principio non bis in ídem, puesto que el Derecho Administrativo Sancionador corresponde a una rama autónoma, que actúa en un ámbito diverso al del Derecho Penal. En la medida que un determinado hecho pueda ser subsumido en dos o más normas que posean un contenido y fundamento de ilicitud diferente, la imposición conjunta de dos o más sanciones -penales y administrativas- no contravendría el principio del non bis in ídem.

Lo anterior se relaciona directamente con lo que se ha denominado por la doctrina como el principio de la independencia de las responsabilidades, según el cual, a partir de un mismo hecho pueden derivarse distintos tipos de responsabilidades. En este contexto, mientras la sanción penal persigue sancionar al agente que ha incurrido en una acción típicamente antijurídica y culpable, la sanción administrativa busca reprimir aquella actuación que importa una infracción al estándar de conducta exigible al administrado.

La imposición conjunta de sanciones penales y administrativas no implica vulneración del principio non bis in ídem, en la medida que no se sancione dos o más veces a un sujeto por su responsabilidad administrativa, o bien, dos o más veces por su responsabilidad penal. La sanción administrativa no implica doblar la sanción penal ni viceversa, ya que cada una de ellas actúa en planos jurídicos diferentes.

Ahora bien, en lo que dice relación al Mercado de Valores, desde un punto de vista normativo, resulta interesante analizar la Ley de Mercado de Valores, puesto que en ella se encuentra consagrada expresamente la compatibilidad de la aplicación conjunta de sanciones penales y administrativas.

En este sentido, el artículo 58 de la LMV en su inciso 3° señala que la calificación de un hecho como constitutivo de alguno de los delitos contemplados en los artículos 59 y 60 de la misma ley, y su correspondiente sanción, es sin perjuicio de las sanciones administrativas que pudiere aplicar la SVS por esa misma situación. De lo anterior, se desprende que la imposición de penas privativas de libertad por parte del correspondiente tribunal con jurisdicción en lo penal deja intacta, por expresa disposición de la ley, la posibilidad de que la SVS imponga una sanción administrativa.

En definitiva, la vulneración o no del principio non bis in ídem dependerá de la postura que se tenga respecto a la autonomía del Derecho Administrativo Sancionador o su dependencia al Derecho Penal y, finalmente, quienes deberán decidir caso a caso por una u otra posición serán los Tribunales de Justicia, aún cuando creemos que existen buenas razones para sostener la autonomía de esta rama del Derecho, y la consecuente legitimidad de la aplicación conjunta de sanciones penales y administrativas.

Para sustentar adecuadamente la posición aquí sostenida en relación a la autonomía de la Potestad Sancionadora de la Administración del Estado como parte del Derecho Público, se hace necesario realizar una reformulación del concepto de Estado de Derecho vigente en la actualidad.

El nuevo orden social exige que el Derecho Público sin ánimo de desvirtuar el funcionamiento propio del sistema económico, extienda su rango de aplicación hacia todas aquellas materias que influyen de manera directa en la vida de las personas, especialmente al comprobar el poder exorbitante que ciertos particulares han alcanzado en el seno social.

Es precisamente luego de reformular el sentido del concepto de Derecho Público, que puede comprenderse la existencia de un verdadero imperativo jurídico por parte el Estado, en la medida que se le exige intervenir en aquellas actividades complejas que presenten riesgo colectivo, aun cuando su control, en principio, se encuentre en manos de los particulares.

Esto último, permite comprender también el estado actual de la regulación del Mercado de Valores, en la medida que incorpora ciertos elementos relativos a la intervención del Estado en el mercado, los que muchas veces son pasados por alto por sujetos con formación netamente económica, al concebir como insalvable la relación entre la intervención del Estado y el desarrollo económico.

En el escenario actual de la regulación del Mercado de Valores, nos parece correcto que exista una marcada inclinación a otorgar libertad a los participantes del mercado para buscar su propio equilibrio otorgándose su propia normativa mediante la autorregulación, sin embargo, no se puede desconocer el rol

fundamental que la Administración presenta como complemento a dicha autorregulación.

Lo anterior, es una clara manifestación de que hoy en día, poco a poco se han ido esfumando ciertos fundamentos de la perspectiva tradicional de la relación Estado-Sociedad, y de la mano de aquello, también ha tendido a desaparecer la contraposición entre las nociones de “regulación” y “autorregulación”. En este contexto, el paso siguiente debe estar orientado a la consolidación de un marco regulatorio acorde al nuevo orden social, lo que a nuestro juicio se encuentra en el concepto de la “Autorregulación Regulada”.

Acabar con dicha dicotomía, está lejos de ser simplemente una idea romántica, de entender que el Estado –lo público- y los particulares –lo privado- no pueden ser considerados rivales, sin más. La razón por la que sostenemos aquello, se debe a que en el contexto de un mundo globalizado como el actual, dicha oposición se encuentra completamente obsoleta.

Hoy en día, la integración de los distintos ámbitos de la vida, hace que las problemáticas enfrentadas en cada uno de ellos tengan repercusiones globales, dejando de quedar circunscritas a ciertos sectores, y llegando a comprometer el interés público general. Es decir, lo que actualmente se advierte es una deslocalización de lo público y lo privado, difuminándose el contorno en el que se desenvuelven.

El nuevo escenario social exige que la regulación estatal y la autorregulación del Mercado de Valores se articulen en pro del bien común, tomando lo mejor de cada una de ellas, y escapando de la perspectiva tradicional de ambos conceptos. Precisamente esto es lo que caracteriza el sistema de la

autorregulación regulada aquí defendido y, por ello, es que creemos que debe ser implementado con fuerza en el Mercado de Valores chileno.

Con la finalidad de aterrizar y graficar la situación regulatoria actual del Mercado Valores -descrita precedentemente- hemos querido abordar someramente uno de los principales ilícitos suscitados en el Mercado de Valores chileno, como lo es la manipulación bursátil, para demostrar así, que el marco regulatorio actual necesita con urgencia cambios profundos en su estructura y en el enfoque que se le entrega a la normativa, fiscalización y sanción, y no de simples medidas parches.

Luego de analizar aspectos generales de la manipulación bursátil, así como la normativa que le es aplicable, concluimos que, si bien, técnicamente la regulación existente debiese ser suficiente para hacerse cargo de manera eficaz de este tipo de ilícitos, el motivo por el cual se necesita introducir cambios en la materia –y en la regulación del Mercado de Valores en general- es doble causal, y apunta tanto a aspectos regulatorios de forma como de fondo.

En relación al fondo, y desde una mirada más sociológica que jurídica, creemos que en gran medida el problema de que se sigan cometiendo este tipo de ilícitos, atiende a que aún no existe una idea fraguada en relación a que las infracciones que se gestan en el Mercado de Valores representan una verdadera vulneración al interés público, tal como sucede con otros ámbitos del derecho como el Derecho Penal, o más recientemente, la Libre Competencia. Parece ser que el tecnicismo, y la lejanía con la que se percibe el Mercado de Valores, genera la apariencia de que es un área que sólo repercute en unos pocos, lo cual evidentemente es falso.

Por su parte, derechamente en lo jurídico, y aun cuando sostenemos que la normativa actual es suficiente para hacerse cargo de las infracciones al Mercado de Valores, resulta altamente sintomático la reiteración con las que se producen, y más aún, la tardanza con la que se evacúa respuesta a ellas, por parte de los autorreguladores y de la Administración.

En esta línea, tal como analizamos en el Capítulo VII de este trabajo, la gran mayoría de los casos emblemáticos que se han suscitado entorno al ilícito de manipulación bursátil, en buena medida se gestan a causa de problemas en la manera de llevar a cabo la supervisión, la tardanza en dar respuesta, y las dificultades experimentadas a la hora de aplicar las sanciones previstas para este tipo de ilícitos.

Los casos MBI Corredores de Bolsa S.A.; Scotia Sud Americano Corredores de Bolsa S.A.; Alfa Corredores de Bolsa; o el mismo Caso Cascadas, no son más que manifestaciones gráficas de las deficiencias que actualmente existen en la regulación, supervisión y sanción, de los ilícitos que afectan el Mercado de Valores.

La regulación y los enfoques de fiscalización aplicados en el Mercado de Valores han sido incapaces de anticiparse a las infracciones o ilícitos, dedicándose principalmente a reaccionar ante los acontecimientos. El contexto es complejo, y los participantes del mercado son listos y están preparados - muchas veces- a buscar los resquicios que les permitan eludir la regulación y fiscalización impuesta.

Esto último no es nada nuevo, es algo que se conoce, y por lo mismo, los esfuerzos deben apuntar también a hacerse cargo de aquello, tanto desde los

órganos autorregulados, como desde los órganos de la Administración del Estado a los que se les ha encomendado dicha misión.

No se trata de una recomendación o algo simplemente deseable, consiste en una obligación y una necesidad que debe concretarse en el corto o mediano plazo, toda vez que hoy en día el Mercado de Valores y las operaciones en él realizadas comprometen directamente el interés público, quedando atrás los tiempos en que éstas materias se encontraban circunscritas a un pequeño grupo de participantes.

BIBLIOGRAFÍA.

Allen, Franklin y Gale, Douglas. *Stock price manipulation*, 1ª ed. Philadelphia, EEUU: Rodney L. White Center for Financial Research, 1990.

Arancibia, Tamara. *Análisis crítico de la jurisprudencia del Tribunal Constitucional en materia de sanciones administrativas*. Santiago, Chile: Tribunal Constitucional, 2015: pp. 1-80.

Arancibia, Jaime y González Marco. *Control Judicial de la Autoridad Financiera y Supervisión Basada en Riesgo*. Santiago, Chile: Thomson Reuters, 2013.

Ariza, Ever. “Autorregulación en el Mercado de Valores en Colombia: Análisis de su Aspecto Disciplinario”, *Revista de la Maestría en Derecho Económico*, vol. 5, n° 5 (2009): pp. 155-200.

Aróstica, Iván. “Un lustro de sanciones administrativas”, *Revista de Derecho Público*, n° 50 (1991): pp. 173-195.

Avilés, Víctor Manuel. “Orden público económico: Noción crítica”, *Revista de Derecho Público*, n°. 63 (2001): pp. 329-338.

Baena, Nuria. *La Regulación del Abuso de Mercado en Europa y Estados Unidos*. Madrid, España: Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2002. (Disponible en: <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/ABUSOMERCADO.PDF> [consultado el 3 de febrero de 2017]).

Bermúdez, Jorge. *Derecho Administrativo General*, 2º ed. Santiago, Chile: Editorial Legal Publishing, 2011.

Bermúdez, Jorge. “Elementos para definir las sanciones administrativas”, *Revista Chilena De Derecho*, número especial (1998): pp. 323-334.

Camacho, Gladys. “La Legitimidad de la Potestad Administrativa Sancionadora”, *Revista De Derecho Público*, n° 69 (2016): pp. 9-23.

Castilla, Manuel. *Regulación y competencia en los Mercados de Valores*, 1ª ed. Madrid, España: S.L. Civitas Ediciones, 2001.

Cea, José Luis. *Tratado de la Constitución de 1980. Características Generales Garantías Constitucionales*. Santiago, Chile: Editorial Jurídica de Chile, 1988.

Comité de Regulación Bolsa de Comercio de Santiago y Comité de Regulación Bolsa Electrónica de Chile. *Regulación acerca de la Relación entre los Corredores y sus Clientes no Profesionales. Situación Nacional y Comparada*. Santiago, Chile: Bolsa de Comercio de Santiago y Bolsa Electrónica de Chile, 2011. (Disponible en: http://www.bolchile.cl/Recursos/normativas/autorregulacion/Informe_regulacion_corredor_clteVF.pdf [consultado 6 de marzo de 2017])

Cordero, Eduardo. “Concepto y naturaleza de las sanciones administrativas en la doctrina y jurisprudencia chilena”, *Revista de Derecho de la Universidad Católica del Norte*, vol. 20, n°1 (2013): pp. 79-103.

Cordero, Eduardo y Aldunate, Eduardo. “Las bases constitucionales de la potestad sancionadora de la Administración”, *Revista de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso*, n° 39 (2012): pp. 337-361.

Cordero, Luis y García, José Francisco. “Elementos para la discusión sobre agencias independientes en Chile. El caso de las Superintendencias”, *Anuario De Derecho Público Universidad Diego Portales*, vol. 1, n° 1 (2012): pp. 415-535.

Cuenca, José Manuel. “Autorregulación y Mercados Financieros”, *Revista Información Comercial. Sistema Financiero: Novedades y Tendencias*, n° 801 (2002): pp. 123-144.

Cuevas, Ignacio. *Bolsas de Valores en Chile: Descripción del Mercado e Implicancias teóricas de la interconexión del Mercado Bursátil*. Santiago, Chile: Facultad de Economía y Negocios, Universidad de Chile, 2005. (Disponible en: <http://repositorio.uchile.cl/bitstream/handle/2250/131942/Bolsas%20de%20valores%20en%20Chile%20%20descripci%C3%B3n%20del%20mercado%20e%20implicancias%20te%C3%B3ricas%20de%20la.pdf?sequence=1> [consultado el 27 de marzo de 2017]).

Darnaculleta, Ma Mercé y Esteve, José. *Derecho administrativo y autorregulación*, 1ª ed. Girona, España: Universitat de Girona, 2002.

Dirección Jurídica de Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia. *Doctrina de la Autorregulación del Mercado de Valores en Colombia 2001-2006*. 1º ed. Bogotá, Colombia: AMV, 2007.

Dirección de Regulación de Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia. *El Descubrimiento de Precios en el Mercado de Valores*, 2º ed. Bogotá, Colombia: AMV, 2010.

Dougnac, Clemente. “Potestad sancionadora de la Superintendencia de Valores y Seguros, persecución penal en la Ley de Mercado de Valores chilena y el

principio de non bis in ídem”, *Revista Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores*, n° 32 (2011): pp. 1-12.

Evans de la Cuadra, Enrique. *Los Derechos Constitucionales*. Tomo. II, Santiago, Chile: Editorial Jurídica de Chile, 1999.

Esteve, José. *Autorregulación: génesis y efectos*. Navarra, España: Aranzadi, 2002.

Fernandois, Arturo. *Derecho Constitucional Económico: garantías económicas, doctrina y jurisprudencia*. Tomo I, Santiago, Chile: Ediciones Universidad Católica de Chile, 2001.

Ferrada, Juan Carlos y Tapia, Javier. “Potestades públicas y ámbito privado en el sector eléctrico chileno: el caso de los CDEC como organismos autorreguladores”, *Revista chilena de Derecho*, vol. 42, n°1 (2015): pp. 123-151.

García, María Nieves. “Ética, equidad y normas de conducta en los mercados de valores: la regulación del abuso de mercado”, *Revista Información Comercial Española. Ética Y Economía*, n° 823 (2005): pp. 163-188.

Goldwasser, Vivien. *Stock market manipulation and short selling*, 1ª ed. Parkville, Australia: CCH Australia Limited and Centre for Corporate Law and Securities Regulation, Faculty of Law, The University of Melbourne, 1999.

Hernández, Héctor. “Perspectivas del derecho penal económico en Chile”, *Revista Persona y Sociedad*, vol. 19, n°1 (2005): pp. 101-134.

Intendencia de Seguros. *Nuevo modelo de supervisión de solvencia basada en riesgos para la industria aseguradora chilena*. Santiago, Chile: Superintendencia de Valores y Seguros, 2006. (Disponible en: https://www.svs.cl/sitio/mercados/doc/white_paper_espa06.pdf [Consultado el 5 de marzo de 2017]).

Jarrow, Robert. "Market Manipulation, Bubbles, Corners, and Short Squeezes", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, n° 3 (1992): pp. 105-130.

Lagos, Juan Ignacio. *La Regulación de los Mercados Financieros: ¿Una Solución o una Causa de Problema?*, vol. 4. Santiago, Chile: Thomson Reuters, 2013.

Lazen, Vicente. *Introducción a la Supervisión Basada en Riesgos*. Santiago, Chile: Superintendencia de Valores y Seguros, 2004. (Disponible en: https://www.svs.cl/portal/publicaciones/610/articles-15030_doc_pdf.pdf [consultado el 15 de diciembre de 2016]).

Lefort, Fernando. *Aspectos Generales de la Autorregulación del Mercado de Valores y su Aplicación al Mercado de Capitales Chileno*. Santiago, Chile: Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, 2005. (Disponible en: http://www.safp.cl/portal/informes/581/articles-3487_pdf.pdf [consultado el 23 de noviembre de 2016]).

Levine, Ross. "Stock Markets: A Spur to Economic Growth", *Finance & Development*, (1996): pp. 7-10. (Disponible en: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1996/03/pdf/levine.pdf> [consultado el 12 de diciembre de 2016]).

Londoño, Fernando. “Ilícito de Manipulación Bursátil: Fenómenos y Lesividad. Aspecto de Política Sancionatoria”, *Revista Política Criminal*, vol. 8, n° 15 (2013): pp. 64-127.

López, Adriana. “Introducción a la Regulación de Valores en los Estados Unidos”, *Revista e-Mercatoria*, vol, 7, n° 2 (2008): pp. 1-85.

Maljar, Daniel. *El Derecho Administrativo Sancionador*. Buenos Aires, Argentina: Ed. Ad-Hoc, 2004.

Mañalich, Juan Pablo. “El principio ne bis in idem frente a la superposición del derecho penal y el derecho administrativo sancionatorio”, *Revista Política Criminal*, vol. 9, n° 18 (2014): pp. 543-563.

Nieto, Alejandro. *Derecho administrativo sancionador*, 2ª ed. Madrid, España: Tecnos, 1994.

Nieto, Alejandro. *Derecho administrativo sancionador*, 3ª ed. Madrid, España: Tecnos, 2002.

Nieto, Alejandro. *Derecho administrativo sancionador*, 1ª ed. Madrid, España: Tecnos, 2005.

Organización Internacional de Comisiones de Valores. *Objetivos y Principios para la Regulación de los Mercados de Valores*. IOSCO, 1998. (Disponible en: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf> [consultado el 8 de febrero de 2017]).

O'Ryan, Sofía. *Manipulación de precios en el Mercado de Valores: un análisis comparado*. Santiago, Chile: Facultad de Derecho, Universidad de Chile, 2012.

Parada, Rigoberto. *El Mercado de Valores en Chile: Análisis Teórico y Características*. Santiago, Chile: Bolsa de Comercio de Santiago, 1987.

Pereira, Esteban. “Orden Público Económico: una propuesta de conceptualización”, *Revista Derecho y Humanidades*, n° 13 (2008): pp.157-171.

Pfeffer, Francisco. “Regulación versus autorregulación. Un dilema crítico a partir del caso Banco Central – Corfo – Inverlink”, *Revista Actualidad Jurídica*, n° 8 (2003): pp. 249-272.

Puga, Juan Esteban. *El Acto de Comercio. Crítica a la Teoría Tradicional*. Santiago, Chile: Editorial Jurídica de Chile, 2005.

Román, Cristián. “Los principios del Derecho Administrativo sancionador”, *Revista de Derecho Público*, n° 69 (2007): pp. 24-35.

Román, Cristián. “El castigo en el derecho administrativo”, *Revista Derecho y Humanidades*, vol 1, n° 16 (2011): pp. 155-171.

Rodríguez, Luis. “Bases para distinguir entre infracciones criminales y administrativas”, *Revista de Derecho de La Pontificia Universidad Católica de Valparaíso*, n° 11 (1987): pp. 117-163.

Rosillo, Mauricio. “La autorregulación en el Mercado de Valores”, *Revista de Derecho Privado Universidad de Los Andes*, n° 39 (2008): pp. 3-34.

Salinas, Carlos. *Derecho Administrativo Sancionador. El régimen sancionador eléctrico en Chile*. Santiago, Chile: Thomson Reuters Puntolex, 2010.

Silva, Alejandro. *Tratado de Derecho Constitucional*. Tomo. I, Santiago, Chile: Editorial Jurídica de Chile, 1988.

Soto, Romina. "Naturaleza Jurídica y fundamento constitucional de la potestad punitiva de la administración del Estado", *Revista De Derechos Fundamentales*, n° 11 (2014): pp. 163-194.

Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. *Guía del proceso de supervisión bancaria*. Santiago, Chile: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, 2014. (Disponible en: <http://www.sbif.cl/sbifweb/internet/docs/Supervision/20140310-Guia-Supervision-Bancaria.pdf> [consultado el 19 de marzo de 2017]).

Superintendencia de Valores y Seguros. *Memoria Anual 2015*. Santiago, Chile: Superintendencia de Valores y Seguros, 2015. (Disponible en: http://www.svs.cl/portal/publicaciones/610/articles-22654_doc_pdf.pdf [consultado el 5 de enero de 2017]).

Stiglitz, Joseph. *Caída libre: El Libre Mercado y el Hundimiento de la Economía Mundial*, 1ª ed. Madrid, España: Taurus, 2010.

Zhari, Óscar. *La Teoría de los Mercados Eficientes como Garantía de una correcta Fiscalización del Mercado de Valores*, vol. 4. Santiago, Chile: Thomson Reuters, 2013.