

**SUPERVISIÓN FINANCIERA:
LECCIONES DEL CASO INVERLINK***

Christian Larraín

El objetivo de este trabajo es identificar el posible daño a la fe pública asociado al caso Inverlink, examinar las causas de lo ocurrido, con énfasis en el papel de detección oportuna de problemas que deben jugar los organismos de supervisión, analizar la calidad de la regulación y la infraestructura de mercado en que se desenvuelve la actividad financiera y establecer las recomendaciones necesarias para prevenir su aparición en el futuro.

El caso Inverlink, se concluye, produjo un daño a la fe pública, evidente en el caso de los fondos mutuos, como también en el deterioro de la participación en las corredoras no bancarias en las transacciones y en las pérdidas que deberán asumir los acreedores y tenedores de pólizas de la Compañía de Seguros Le Mans.

Dentro de las recomendaciones se subraya que es necesario actualizar el enfoque de supervisión de la SVS en base a riesgos y adoptar

CHRISTIAN LARRAÍN. Ingeniero Comercial, Universidad de Chile y Ph.D(c) en Economía, Universidad Católica de Lovaina. Consultor Internacional.

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

una visión consolidada de los grupos financieros. En el ámbito de seguros, se sugiere perfeccionar las facultades de intervención de la SVS y mejorar la regulación de operaciones con partes relacionadas. Por último, se señala que no parece adecuado dar preferencia a un enfoque que eleve los requerimientos de entrada a la industria financiera.

1. Introducción, diagnóstico y recomendaciones

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

Previo al estallido del escándalo, el Grupo Inverlink aparecía ante el público como un conglomerado financiero (no bancario) de exitoso desempeño y con una intensa actividad de adquisiciones de empresas del ámbito regulado y no regulado. Sin embargo, bajo la superficie se escondía otra realidad. Se ha sabido que la sustracción de información privilegiada venía ocurriendo bastante tiempo antes de aparecer a la luz pública, que existía una financiera informal operando al lado de la corredora, que había algunos operadores de mesa de dinero empleados de algunas instituciones bancarias y entidades públicas supuestamente pagados por Inverlink. A pesar de existir una realidad en que se movían ingentes cantidades de recursos, esta situación se mantuvo escondida por largo tiempo, sin que aparentemente hubiera o se dieran a conocer antecedentes que siquiera hicieran sospechar la existencia de una trama de proporciones insospechadas.

Al respecto, surge la natural interrogante acerca de cómo una situación abiertamente irregular, que involucraba tantos recursos y personas, no fue detectada antes por los encargados de los organismos de supervisión. Pero también aparecen otras preguntas: ¿Hubo daño a la fe pública? ¿Hubo una amenaza a la estabilidad sistémica? De ser así, ¿significa que una situación de inestabilidad en la actividad financiera no bancaria también tiene implícito el riesgo sistémico? ¿Hay debilidades en la infraestructura del mercado que incrementan la fragilidad del sistema? ¿Cuáles son los

factores que explican lo ocurrido y cuál es el papel que juega la supervisión? ¿Existen fallas en las técnicas de detección oportuna de problemas a cargo de los organismos de supervisión, o más bien se trata de una situación de tal complejidad que se produce un hoyo negro que impide identificar los problemas con las técnicas naturales al alcance de los inspectores? Una vez efectuado el diagnóstico que permita dar respuestas a estas interrogantes, interesa establecer las principales recomendaciones que se derivan del estudio.

El objetivo de este trabajo es identificar el posible daño a la fe pública asociado al caso Inverlink, examinar las causas de lo ocurrido, con énfasis en el papel de detección oportuna de problemas que deben jugar los organismos de supervisión, en la calidad de la regulación y en la infraestructura de mercado en que se desenvuelve la actividad financiera, y establecer las recomendaciones necesarias para prevenir su repetición en el futuro¹. En este sentido, el énfasis del artículo es de tipo prudencial, y no tanto de discutir el manejo *ex post* una vez que el escándalo ya había estallado. La razón de esto es doble. Por un lado, el autor tiene la convicción (que se pretende probar en el transcurso del trabajo) de que aunque el problema era de difícil detección, si se extraen las lecciones adecuadas y se implementan los ajustes correspondientes, el problema se podría detectar en el futuro, si no desde un inicio, al menos en una etapa temprana que permita acotar el costo. Por otro lado, con independencia del buen o mal manejo posterior al estallido del escándalo, el daño a la fe pública y al mercado se habría producido de todos modos. Esto también se discutirá en este estudio.

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

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

¹ Esto no implica desconocer la necesidad de corregir los problemas de control interno de entidades públicas, tales como Corfo, cuya falla ocasionó un enorme daño. Sin embargo, el objetivo del trabajo es centrarse en temas de supervisión y regulación financiera.

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

- En el caso de la Compañía de Seguros Le Mans, perteneciente al Grupo Inverlink, la pérdida que debió asumir la empresa por el no cumplimiento del pacto con la corredora del grupo significará, con alta probabilidad, que no sólo los acreedores de la empresa deberán asumir pérdidas, sino también los tenedores de pólizas. Aquí también se produce un daño a la imagen del mercado de seguros.
- Respecto del origen del problema, éste radica en el comportamiento agresivo e inescrupuloso de un grupo financiero de crecimiento explosivo, que se ampara en una serie de factores que le permiten operar con ventaja respecto del resto del sistema, tales como el uso de información privilegiada proveniente del Banco Central, la captación paralela de recursos en la financiera informal, prácticas de pactos sin autorización del cliente y de carácter múltiple (es decir, se obtienen financiamientos múltiples respaldados con un mismo activo), disponer de algunas personas en puestos claves de instituciones financieras u otras entidades. Ésta es una constatación fundamental que no debe pasar inadvertida, por el carácter fraudulento asociado al caso.
- Lo anterior no implica desconocer que el manejo de la crisis una vez que estalló el escándalo pudo acentuar o agravar la situación. Es más, la posible inestabilidad sistémica que se produjo tiene su origen básico en que Corfo puso en duda la legalidad de los endosos de títulos de depósitos de dicha institución en el sistema financiero, junto con solicitar la incautación legal de los mismos. El cuestionamiento de la propiedad de los títulos significó que los tenedores de dichos instrumentos, entre los que se contaban corredoras no bancarias y fondos mutuos, debieron enfrentar el impacto del corte de líneas de financiamiento y la consecuente crisis de liquidez, las primeras, y un retiro masivo de recursos por parte del público, los segundos. De no haber estado en cuestión la legalidad de los endosos, el impacto de la sustracción de papeles Corfo habría sido mucho más limitado.

- Desde el punto de vista del quehacer de las autoridades —aunque desde la estricta lógica de Corfo lo natural fue defender su patrimonio—, no se previeron las consecuencias sistémicas de tal curso de acción. En este sentido se refleja una falta de prolijidad y de coordinación en el manejo de la situación por parte de las autoridades en general, al no prever que estaba en juego un interés superior que es la confianza y estabilidad del sistema financiero y del mercado de capitales². Después de generado el daño, debe destacarse la rápida capacidad de reacción de las autoridades y privados, que permitió que los bancos y Corfo llegaran a un acuerdo extrajudicial según el cual los primeros respaldaban a todo evento a los fondos mutuos, lo que permitió acotar el impacto negativo de la situación.
- Por ende, a partir de este caso no se puede concluir que la inestabilidad de un grupo financiero no bancario genera *per se* riesgo sistémico. Evidentemente no es posible descartar que en el futuro un evento negativo que afecte a empresas de valores pudiera tener implicancias sistémicas, si el tamaño del grupo financiero concernido fuera mayor y especialmente si ese grupo tuviera banco, como habría ocurrido si Inverlink hubiese tenido banco.
- Existían una serie de debilidades en el sistema de pagos que facilitaron lo sucedido con Inverlink. Entre ellas, (1) el hecho de que la casi totalidad de los depósitos a plazo se transaban en el mercado mediante instrumentos físicos endosables y (2) la ausencia de identificación verificable por entes independientes, de modo que la propiedad de los instrumentos comprados a través de un corredor que hace las veces de custodio quedase registrada a nombre del propietario final del título y no del custodio.
- En el ámbito regulatorio surgen también ciertas debilidades, que dicen relación con vacíos referidos a los criterios de entrada a la industria financiera. Específicamente, surge la necesidad de tener mayores facultades para rechazar solicitudes de licencias bancarias en casos extremos. En el ámbito no bancario es relevante tener una simetría entre los requerimientos de licencia y los de cambio de propiedad. Asimismo, la facultad para evaluar la solvencia consolidada de los accionistas también es relevante. Sin embargo, una facultad discre-

² Como parte del problema debe señalarse el marco jurídico vigente, que permite a un juez incautar documentos sin identificar previa y públicamente los documentos cuestionados. Aunque esto no es eximente de la responsabilidad del mal manejo de la situación, sí se pueden derivar propuestas de cambio legal que permitan normar los procedimientos a seguir por los jueces frente a este tipo de situaciones, dentro de plazos acotados.

cional que se justifica en el ámbito bancario, derivada de los altos costos de salida, no tiene paralelo ni se justifica en el caso de entidades no bancarias. Menos todavía se justifica una discrecionalidad en el ámbito de las corredoras, cuando la facultad de acceso está radicada en las bolsas de valores. El argumento de la existencia de garantías públicas en rentas vitalicias y pensiones no nos parece sólido, toda vez que la probabilidad de recurrir a dicha garantía por una quiebra de la empresa es muy improbable, y posiblemente tiene mucho más que ver con factores exógenos a la firma ligados a políticas públicas, tales como la evolución de las pensiones mínimas o problemas de licuación de rentas vitalicias.

- También está presente un problema de facultades de intervención en el campo de seguros, que dificulta un accionar oportuno de la autoridad, lo que favoreció la situación del pacto no cumplido con la corredora y la consecuente pérdida de la compañía de seguros.
- Aunque el problema es lo suficientemente complejo como para hacerlo difícilmente detectable por los organismos de supervisión de acuerdo a los estándares tradicionalmente empleados por los supervisores, es necesario hacerse cargo de la débil capacidad de detección oportuna de problemas que presentan los enfoques tradicionales, y de la posibilidad de que en el futuro se puedan presentar coyunturas similares. La tesis central es que en el caso Inverlink se produce una situación de múltiples señales donde cada una por separado no parece lo suficientemente nítida para revelar un problema grave, pero cuando se arma el puzzle el supervisor se da cuenta del alcance del tema.

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

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

- Efectuar las modificaciones regulatorias necesarias para que todas las operaciones de alto valor del mercado de capitales se lleven a cabo a través de medios inmateriales y sólo las instituciones autorizadas puedan actuar como depositarios de títulos. Realizar cambios legales para que las instituciones de depósito de valores de la Ley 18.876 mantengan un registro desagregado de los mandantes que invierten a través de custodios.
- Respecto de los requerimientos de entrada, se debe contemplar la obligación de pedir informes a otros organismos supervisores, aunque sin diluir la responsabilidad por las autorizaciones en una especie de autorización colegiada. Además, en el caso bancario se debe dar mayor discrecionalidad para rechazar licencias en situaciones extremas. Al igual que en el caso bancario, en el ámbito no bancario se debe incorporar una evaluación consolidada de la solvencia patrimonial de los accionistas, y establecer simetría entre los requerimientos de licencia y los de cambio de propiedad. Además, se propone incorporar un concepto adicional, actualmente usado en EE. UU., que es el concepto de licencia provisoria, tanto para bancos como para compañías de seguros y AFP.
- En el caso de los corredores de bolsa se propone que la SVS (Superintendencia de Valores y Seguros) haga uso de sus facultades actuales de requerir garantías diferenciadas en relación con el volumen y naturaleza de las operaciones de los intermediarios, para enfrentar el riesgo de los pactos. Ésta es una debilidad de tipo normativo y no legal.
- En el ámbito de seguros surge la necesidad de facilitar el mecanismo de intervención de la SVS frente a situaciones de mala administración (como las negligencias que pongan en peligro la estabilidad de la empresa) y faltas graves o reiteradas (como, por ejemplo, operar con partes relacionadas por encima de los límites permitidos). Siempre en lo regulatorio, es necesario modificar el límite de operaciones con partes relacionadas, incluyendo los pactos. Esto requiere un cambio legal.
- En cuanto a la supervisión de valores, es necesario fortalecer las prácticas de inspección poniendo énfasis en los riesgos y en las inspecciones menos formales encaminadas al cumplimiento normativo. Este enfoque orientado a riesgos³ permitiría detectar oportunamente los focos de problemas y priorizar la supervisión de entidades

³ El enfoque orientado a riesgos no debe confundirse con análisis de cartera, sino más bien con los riesgos específicos de las entidades de valores.

que presenten desempeños muy desalineados del mercado y/o donde se ha llegado a la conclusión de que hay sospechas fundadas de situaciones en las cuales no existen los controles adecuados en materia de gestión de riesgos, y/o donde se estime que los recursos de los inversionistas no están debidamente cubiertos. Además, se requiere que las inspecciones *in situ* tengan una frecuencia de una vez al año, al menos en las corredoras más grandes o activas. Este enfoque orientado a los riesgos, por ende, no es contradictorio con la necesidad de utilizar técnicas tradicionales de auditoría contable y computacional para detectar problemas de fraude como el de Inverlink. Donde existan sospechas fundadas, las inspecciones deben fortalecer lo referido a “circularizaciones” (comprobar concordancia entre lo informado en los libros y los antecedentes manejados por los clientes) y otras prácticas que permitan minimizar riesgos de actividades paralelas y/o fraude.

- Avanzar hacia un enfoque consolidado de control de riesgos de grupos financieros. En el caso no bancario, esto se puede efectuar sin necesidad de grandes cambios regulatorios⁴. Básicamente se trata de adoptar una visión global, dirigiendo la evaluación de riesgos hacia el centro de poder del grupo financiero, el que no necesariamente coincide con las gerencias o directorios de cada una de las entidades fiscalizadas. También es relevante evaluar la fortaleza patrimonial del grupo. En la misma línea, establecer un protocolo de entendimiento para el intercambio de información entre supervisores, donde se establezca claramente el tipo de información que se va a intercambiar en situaciones rutinarias y no rutinarias, es esencial para armar el puzzle supervisor. En general, estas cuestiones no requieren mayores cambios legales.
- En el ámbito bancario es importante fortalecer los mecanismos de evaluación basados en el conocimiento del cliente, que permitan establecer la concordancia entre el giro formal de las entidades y la actividad específica que realizan en la práctica.

⁴ En el caso de grupos bancarios, la tesis del autor es que se requieren cambios legales orientados a establecer una regulación de grupos financieros, junto con una flexibilización de los “cortafuegos” que impiden un mejor aprovechamiento de sinergias. Esto implica asumir la supervisión consolidada en el sentido que habitualmente se entiende en el nivel internacional, que trasciende lo que el autor llama una visión consolidada de riesgos aplicable a lo no bancario. Para entender esto, invito al lector a imaginar qué habría pasado si en el caso Inverlink hubiera existido una entidad bancaria perteneciente al grupo. ¿Cabe alguna duda de que el banco se habría visto contagiado por las operaciones del grupo?

2. El marco regulatorio chileno

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

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

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

La particularidad de riesgo sistémico bancario no significa negar que la insolvencia de un banco se pueda originar en sus vínculos de propiedad con otras entidades financieras no bancarias. Por el contrario, la supervisión consolidada parte justamente de la premisa de que existe un riesgo de

contagio que amerita una supervisión y regulación global del grupo financiero como tal. La supervisión consolidada, por lo tanto, significa un enfoque comprensivo de la supervisión que busca evaluar la solvencia de un grupo financiero por completo, tomando en cuenta todos los riesgos que puedan afectar a un banco, independientemente de si estos riesgos se llevan en los libros del banco o en los de entidades relacionadas⁵. Sin embargo, de nuevo esta situación no hace sino reafirmar la necesidad de que exista un banco para que exista riesgo sistémico.

Este enfoque de supervisión consolidada orientado a bancos no niega la posibilidad de que la visión consolidada se aplique a grupos financieros no bancarios. Sin embargo, en estos casos preferimos hablar de visión consolidada más que de supervisión consolidada, como una forma de destacar la diferencia de énfasis en cuanto a la carga regulatoria⁶.

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

El caso de la regulación del mercado de valores está a cargo de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). Históricamente esta regulación se introdujo para proteger a los inversionistas y la fe pública, pero eso juega también el importante papel de estimular la eficiencia de los mercados. Los estándares de divulgación y los requerimientos de registro aseguran que la información es divulgada a los mercados financieros. Esta información se reflejará en los precios de mercado y permitirá que los precios reflejen adecuadamente los valores. En otras palabras, estas regulaciones ayudan a mejorar la eficiencia informativa del mercado.

⁵ El principal riesgo en un grupo financiero se refiere al contagio. Éste se refiere al riesgo de que las dificultades financieras que enfrentan los miembros no bancarios de un grupo pueden hacer peligrar la estabilidad de un banco del mismo grupo. Este peligro se acrecienta al máximo cuando el banco está expuesto a los créditos otorgados a compañías relacionadas, cuya capacidad de repago está amenazada. Sin embargo, aunque no haya exposición financiera, incluso las noticias sobre pérdidas en dichas compañías pueden debilitar la confianza de los depositantes del banco y someterlo a presión de liquidez. La pérdida de confianza también puede desatarse por causas no financieras, tales como informes sobre el involucramiento del personal gerencial o técnico de una compañía no bancaria relacionada en negocios ilegales o poco éticos.

⁶ De hecho, en el Comité de Basilea sólo se exige la presencia de dos entidades financieras para aplicar supervisión consolidada, sin que necesariamente existan bancos involucrados. Es por ello que dicha propuesta deja mayor flexibilidad a cada país en cuanto al alcance y contenidos de la supervisión consolidada.

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

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

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

Primero: las empresas de valores separan los fondos de sus clientes de los fondos propios de la empresa. Entonces, las malas noticias acerca de los activos propietarios de la firma no debieran causar preocupación acerca de los activos de los clientes. De modo que si la empresa de valores quiebra, es relativamente fácil transferir los activos de la firma a otra empresa con mínima distorsión en los servicios al cliente. Segundo: las obligaciones de las empresas de valores no son obligaciones de depósitos pagaderos al primero que llegue. En realidad, suelen estar a plazo y no son exigibles a la par. Esta estructura protege de las corridas a las empresas de valores. Tercero: las empresas de valores generalmente mantienen activos líquidos, transables y valorizados diariamente en el mercado. Este balance relativamente transparente reduce la vulnerabilidad de las empresas de valores frente a los problemas de información asimétrica que se derivan de la opacidad de los activos bancarios. Además, frente a una crisis de confianza

pueden reducir con más facilidad el tamaño de sus activos, sin incurrir en grandes pérdidas. Cuarto: las empresas de valores no tienen acceso directo al sistema de pagos. Aunque estas empresas generan grandes pagos en su negocio de intermediación y/o por cuenta propia, descansan en los bancos comerciales para la compensación y liquidación de los pagos. Entonces, el colapso de una empresa de valores sólo impactará al sistema de pagos en la medida en que cause el colapso de un banco que compensó y liquidó los pagos por su cuenta.

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

Sin embargo, la experiencia reciente ha llevado a ciertos cuestionamientos de estos supuestos⁷. Éstos obedecerían a la creciente internacionalización de las empresas de valores, a la integración de las empresas de valores como parte de grupos bancarios, al creciente tamaño que han alcanzado estas empresas y a su participación en mercados de derivados *over-the-counter*.

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

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

⁷ Entre los ejemplos de potencial inestabilidad sistémica causada por empresas de valores está el colapso del Drexel Burnham Lambert, un banco de inversiones de EE.UU. que en 1989 cayó en una clásica crisis de liquidez. Esta crisis, que es similar a la que podría haber afectado a cualquier banco comercial, se dio en condiciones de ausencia de acceso previo a los recursos que proporciona la red de seguridad bancaria (ver Allen y Herring, 2001). Por su parte, un artículo del Comité de Basilea, aparecido en el *BIS Quarterly Review* (junio 2003), cita la experiencia coreana en el mismo sentido.

mayor se calcula en función de la aplicación de una combinación de tres indicadores: el sistema del margen de solvencia, un requerimiento de *leverage* y un nivel de patrimonio mínimo.

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

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

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

3. Los hechos estilizados⁸

A fines de enero de 2003 la opinión pública se enteró de que un alto accionista del Grupo Inverlink estaba acusado de participar en una situación de uso de información privilegiada del Banco Central. Como se supo

⁸ Esta sección está basada en el informe elaborado por la Cámara de Diputados sobre el caso Inverlink.

después, ésta no era sino la punta del iceberg, ya que todo terminó en un escándalo de graves proporciones cuyas consecuencias hasta hoy no terminan, entre las que cabe destacar la pérdida de patrimonio fiscal, pérdidas para inversionistas que operaban con el grupo, el cierre de la corredora de bolsa y la intervención de la compañía de seguros del grupo y, en general, un daño a la fe pública y al funcionamiento eficiente y competitivo del mercado.

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

Sin embargo, bajo la superficie se escondía otra realidad. La investigación posterior difundida a través de los medios de prensa y del informe de la Cámara de Diputados ha permitido conocer mayores antecedentes de lo sucedido. Había un grupo financiero operando supuestas actividades ilegales con conexiones con operadores dirigidos directamente desde la matriz. Respecto de dichas actividades, se ha sabido que el uso de información privilegiada ocurría desde hace bastante tiempo, que existía una financiera informal que operaba al lado de la corredora y que ofreciendo atractivas tasas de interés captaba importantes cantidades de recursos y los canalizaba hacia las otras actividades del grupo, que había algunos operadores de mesa de dinero empleados de algunas instituciones bancarias y entidades públicas pagados por Inverlink. A pesar de esta realidad en que se movían ingentes cantidades de recursos, la complejidad del problema hizo que la situación se mantuviera escondida por largo tiempo, sin que aparentemente existieran o se dieran a conocer antecedentes que siquiera permitieran vislumbrar una trama de proporciones insospechadas.

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

En primer lugar, a fines de 1999 el grupo pidió una licencia bancaria, solicitud que posteriormente fue retirada por los propios accionistas.

No se conoce la versión oficial de lo sucedido, aunque, según lo informado por el citado documento de la Cámara, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) habría solicitado a los accionistas que retiraran la solicitud de licencia, lo que habría sido aceptado por los accionistas fundadores. El superintendente de la época informó que la SBIF tenía sospechas acerca de la probidad de algunos miembros del grupo, debido a ciertas multas que se aplicaron a un banco de la plaza a fines de los ochenta. En la práctica, la SBIF nada acreditó por escrito, ya que no tuvo que denegar la licencia.

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

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

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

Una vez que el mercado supo de la investigación por uso de información del Banco Central que involucraba a un alto ejecutivo y accionista del grupo, se produjo una pérdida de confianza y el retiro de recursos de la corredora y otras empresas del grupo, lo que terminó ocasionando un fuerte

problema de liquidez y amenazando la solvencia de algunas de sus empresas.

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

Conocido este hecho por las autoridades, plantearon un cuestionamiento público a la validez de los endosos de los depósitos en poder de distintos agentes del sistema financiero y del mercado de capitales. Las autoridades de Corfo solicitaron la incautación judicial de los mismos títulos. Esto generó una fuerte incertidumbre y desconfianza de la legítima posesión de los papeles Corfo por los distintos tenedores, entre los que se encontraban corredoras bancarias y no bancarias. Más grave aun, el cuestionamiento de la práctica del endoso levantó dudas más globales respecto de otros instrumentos no necesariamente relacionados con Corfo, que podrían haber sido mal habidos por Inverlink⁹.

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

Cuando este problema estalló y el juez declaró la precautoria, se tuvo que conversar con gran celeridad entre el gobierno y los bancos —que estaban detrás de los fondos mutuos—, conviniéndose en reemplazar el embargo por una carta de compromiso que permitía liberar estos depósitos para que los tenedores de fondos mutuos pudieran tener todo su dinero, pero de manera que, a la vez, la Corfo dispusiera de una documentación que le permitiera eventualmente efectuar la recuperación si en el proceso

⁹ Los títulos incautados llevaron a la SVS a pedir la contabilización en una cuenta separada a los fondos mutuos, los cuales debieron contabilizar en cero dichos activos, afectando al valor de las cuotas de los partícipes.

judicial se encontraba que algunas instituciones violaron el principio de la buena fe y del correcto endoso. En la práctica, los bancos asumieron la responsabilidad por sus filiales en caso de que fuera necesario devolver los recursos a Corfo.

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

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

Cuando la situación llegó a este punto, el Banco del Estado adquirió importantes volúmenes de títulos a varias corredoras, lo que ayudó a enfrentar la fuerte iliquidez de ellas.

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

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

En ese momento empezaron a correr varios plazos: dos días para informar esto como hecho relevante, seis días para presentar el plan de regularización, cuarenta días para que la Superintendencia de Valores y Seguros llame a junta de accionistas para aumentar el capital y ochenta días

para enterarlo. Ante el incumplimiento del requisito de presentar un plan de regularización, la SVS intervino la compañía de seguros el 7 de marzo de 2003.

4. El problema y sus causas

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

4.1. Daño a la fe pública

Saber si hubo daño a la fe pública es el aspecto central. Como se señaló, proteger la fe pública es el objetivo principal que debe precaver la regulación de valores. En la medida en que el cumplimiento de estos objetivos no se alcance, o éstos se vean amenazados, podríamos estar en presencia de fallas en la supervisión, en la regulación o en ambas.

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

Esta pérdida, empero, es principalmente atribuible a la sustracción de papeles Corfo y a la forma como se condujeron las autoridades de ese organismo, que cuestionaron la propiedad de los instrumentos. Sin embargo, esto también denota una falta de prolijidad y de coordinación en el manejo de la situación por parte de las autoridades, que no previeron el alcance sistémico de dicha situación, lo que posteriormente se revirtió. O sea, si los controles internos de Corfo hubieran funcionado bien y/o hubiera habido el manejo que se hizo una vez conocida la sustracción, no habría habido el retiro de fondos mutuos que se observó en el mercado. Esta clarificación es importante, puesto que si bien hubo daño a los fondos mutuos, ello nada tiene que ver con problemas de regulación y/o supervisión financiera.

Un segundo ámbito donde pudo haber habido daño a la fe pública es el de los clientes e inversionistas de la corredora de Inverlink y/o de la financiera informal. En este caso, la información que se conoce en relación a incumplimientos es que se vieron afectadas la Municipalidad de Viña del

Mar, la Municipalidad de Coronel, la Caja de Previsión de la Defensa Nacional, la Mutual del Ejército y Aviación, la empresa Connors y algunos particulares. En todo caso, los montos involucrados al parecer son menores en relación con el volumen de actividad que tenía la corredora.

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

En la práctica, lo anterior significa que los recursos mal habidos desde la Corfo parcialmente hicieron las veces de un *bailing out*, que permitió reducir las pérdidas que enfrentaron los inversionistas. De este modo, fue el fisco el que terminó pagando la mayor parte de la cuenta (provisoria o definitivamente, según lo determinen los tribunales), al igual como habría ocurrido con los depositantes de cualquier banco de la plaza¹⁰. Ésta es la razón central por la cual el daño se redujo al mínimo posible en lo referido a los clientes de Inverlink. Queda abierta la pregunta del impacto negativo que habría generado la misma situación si los controles de Corfo hubieran funcionado. Lo esperable habría sido un daño mucho mayor.

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

Asimismo, también hubo un daño al funcionamiento del mercado bursátil. A noviembre/diciembre de 2002, el peso de las corredoras no bancarias en el volumen total de transacciones de la Bolsa de Comercio de Santiago llegaba a 27,5%. A junio/julio de 2003, la misma cifra caía a

¹⁰ Este planteamiento no implica en modo alguno que todos los recursos de Corfo fueron utilizados para estos propósitos.

9,2%. No es del todo claro si esto es un resultado de las mayores restricciones de financiamiento provenientes del sector bancario, sin el cual se limita fuertemente la posibilidad de funcionar de las corredoras¹¹, y/o de una suerte de *flight to quality* por parte de los clientes. Empero, ésta es una señal inequívoca del daño a la competitividad del mercado y a la posibilidad de que los agentes no bancarios puedan funcionar.

4.2. ¿Amenaza de riesgo sistémico?

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

¿De dónde provenía esta amenaza? A mi juicio, en la medida que US\$ 100 millones en activos pertenecientes a la industria financiera aparecían con una precautoria estaba la posibilidad de que el público interpretara que el día de mañana esta restricción pudiera afectar a los activos bancarios y, por ende, atacar a los bancos. A ello se agrega que los fondos mutuos involucrados en el problema son filiales bancarias, esto significa que a ojos del público dichas entidades aparecen con el mismo nombre del banco, el logotipo, incluso compartiendo sucursales y personal con el banco. Entonces con mayor razón estaba el riesgo de ataque contra los bancos¹².

No es el objetivo de este trabajo discutir las distintas teorías que explican el riesgo sistémico. Empero avala esta interpretación el enfoque que ve las crisis como eventos aleatorios, no relacionados con cambios en la economía real. En todo caso, para el enfoque que ve el problema como una reacción de pánico, la corrida se transforma en una profecía autocumplida (Diamond y Dybvig, 1983). Si cada uno cree que habrá pánico, lo mejor para cada individuo será retirar sus fondos. Dado que cada banco tiene insuficientes activos líquidos para enfrentar sus compromisos, tendrá que liquidar algunos a pérdida. Considerando el hecho de que los depósitos tienen un carácter de que el primero que llega retira, los que retiren inicial-

¹¹ En cualquier transacción de títulos accionarios entre dos inversionistas institucionales, que tengan como intermediarios a dos corredores de bolsa, estos últimos deberán proveer el financiamiento puente requerido por cada uno de sus mandantes, mediante la emisión de vales vista. Estos recursos normalmente son aportados por los bancos.

¹² Algunos entrevistados han señalado que por unos pocos días incluso algunos bancos pequeños se vieron complicados en cuanto a su liquidez.

mente recibirán más que los que lleguen al último. Lo mismo ocurrirá en caso de que un ciclo económico adverso sea interpretado por los depositantes como una amenaza para el banco, ya que deducirán que habrá una corrida (Allen y Gale, 1998).

¿Significa esto que existe riesgo sistémico asociado a grupos financieros no bancarios? Me parece que, al menos en este caso, no existe evidencia que avale esta visión. Tal como ha quedado en claro a partir de la descripción de los hechos acaecidos, la amenaza de riesgo sistémico se explica por la incertidumbre de la propiedad de los papeles Corfo y no por el problema de potencial insolvencia de Inverlink. Sabemos que el impacto negativo en la fe pública habría sido mayor en el caso de no darse el problema Corfo, pero ello no constituye evidencia de que habría habido riesgo sistémico.

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

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

4.3. Debilidades en la infraestructura de mercado

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

El mecanismo utilizado eran los pactos múltiples. Tal como lo describe el informe señalado, con Corfo (y eventualmente con cualquier cliente de la financiera informal) era posible establecer un pacto. En virtud del mismo, Inverlink vendía un papel para obtener liquidez, con compromiso de retrocompra. Si la contraparte involucrada en el pacto no exigía como

garantía el título, éste queda en custodia en poder del mismo Inverlink. Esto permitía volver a pactar el mismo documento más de una vez, obteniendo más liquidez con la garantía del mismo activo subyacente.

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

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

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

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

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

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

4.4. Debilidades en la regulación

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

4.4.1. Requisitos de entrada

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

A nuestro juicio éste es un punto altamente controversial. Bajo los enfoques modernos de organización industrial, los mercados contestables son la principal herramienta para garantizar un mercado competitivo. En el caso de los bancos, su característica de riesgo sistémico implica la existencia de altos costos de salida; este efecto disruptivo justifica que en esta industria la autoridad reguladora imponga costos de entrada más elevados que en el resto. En otras palabras, el paradigma de mercados ciento por ciento contestables no se puede dar.

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

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

Aunque se reconoce que sólo en los bancos existe riesgo sistémico, las autoridades han argumentado que la existencia de garantías públicas, como en el caso de rentas vitalicias y AFP, es suficiente para justificar mayores exigencias a la entrada. Efectivamente, tanto en el caso de retiros

programados como de rentas vitalicias existen garantías públicas que aseguran una pensión mínima. Sin embargo, la probabilidad de que sea necesario recurrir a dicha garantía tiene que ver mucho más con que los fondos acumulados por las personas durante su vida laboral sean insuficientes para alcanzar dicha pensión mínima¹³ que con posibles eventos de quiebra de alguna de las instituciones. De hecho, la pérdida patrimonial involucrada en el caso de una compañía de seguros tendría que ser de varias veces el capital para que los recursos disponibles no alcancen a cubrir la garantía mínima. A su vez, en el caso de las AFP los fondos de los afiliados están separados de la administradora, por lo cual también es menos probable todavía que la pensión mínima se materialice por esta razón.

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

Volviendo al caso Inverlink, con los antecedentes disponibles al momento en que se otorgaron las autorizaciones para ser corredora de bolsa y/o compañía de seguros, era muy difícil que existiera algún argumento para denegar el acceso a la industria a Inverlink. La única manera de haberlo hecho, habría sido basándose en facultades discrecionales, que como hemos señalado se justifican sólo en el caso de los bancos¹⁴. Cualquier otro sistema de acceso a la industria, basado en criterios objetivos, no sería suficiente para evitar un nuevo Inverlink.

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

¹³ En el caso de rentas vitalicias, el riesgo tiene que ver con el hecho de que los pensionables efectúen algunas actividades para licuar la pensión y/o con el hecho de que el valor de la pensión mínima en algún momento supere el valor de la renta vitalicia establecida en UF. En ambos casos el riesgo se potencia básicamente para las personas que jubilan cerca del mínimo.

¹⁴ Tal como consta en el Informe de la Cámara, la solicitud de licencia bancaria de Inverlink no fue formalmente denegada. El superintendente de Bancos de la época reconoce que no existía ningún elemento probatorio para denegar la licencia por razones de integridad. Por ende, se optó por pedir a Inverlink que retirara su solicitud de licencia, a lo cual el grupo accedió.

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

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

4.4.2. Corredoras de bolsa

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

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

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

4.4.3. *Compañías de seguros*

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

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

Es claro que si la empresa hubiera estado intervenida, habría sido mucho más difícil hacer un pacto con la corredora de Inverlink, que estaba en evidentes problemas, ni menos habría sido posible que se anulara un depósito bancario a favor de la compañía de seguros por parte de la corredora¹⁵.

El otro problema dice relación con la normativa referida a los pactos. El más evidente se refiere a los límites para operar con partes relacionadas. En la legislación actual existen límites para las compañías de seguros, pero éstos no alcanzan a los pactos. Cuando eso ocurre, la operación no se computa dentro del límite. Es claro que, al igual que en el caso de los bancos, el límite para operar con partes relacionadas debe abarcar cualquier tipo de operación y debe haber multas drásticas por su no cumplimiento¹⁶.

El otro problema de los pactos es que en la regulación vigente no existe ningún límite. Se estima que las compañías usarán estos mecanismos

¹⁵ En el hecho reservado consta en las cartolas de la compañía de seguros que en algún momento estuvieron depositados los dineros del pacto en su cuenta de un banco de la plaza.

¹⁶ En el caso de los bancos, las faltas graves o reiteradas, así como el no cumplimiento de un límite con partes relacionadas, pueden interpretarse bajo ciertas circunstancias como gatilladores de una intervención.

de manera marginal respecto de sus inversiones, como una forma de optimizar la administración de sus excedentes de caja. Las normas no se ponen en el caso de que una empresa decida efectuar un pacto por montos tan significativos como en el caso Inverlink.

Es evidente que, en un contexto de mayores facultades, una empresa que, como la compañía de seguros de Inverlink, estuviera permanentemente manejándose al filo de la legalidad en materia de capital, y que desde el inicio tuviera problemas de operaciones con partes relacionadas, como la del ejemplo, habría justificado posibles intervenciones.

4.5. Debilidades en la supervisión

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

4.5.1. Supervisión de valores

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

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

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

ción en terreno que tenga cierta regularidad mínima, que en el caso de las corredoras más activas puede ser una vez al año.

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

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

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

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

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

Éste es justamente el enfoque empleado en EE. UU. por la Securities and Exchange Commission (SEC), donde existe el mercado de capitales más avanzado del mundo. La SEC conduce anualmente 650 inspecciones *in situ*, sólo entre los corredores de bolsa. Esta inspección tiene dos pilares. El primero dice relación con la revisión de la gestión de riesgos y ese examen apunta a encontrar áreas de debilidad. Estos controles internos son particu-

larmente relevantes en casos como Inverlink, cuando las empresas están persiguiendo agresivamente maneras “innovadoras” de incrementar ingresos. Segundo, es una prioridad de la SEC prevenir una apropiación indebida de los activos de los clientes. De nuevo, los procedimientos y controles internos suelen ser la clave.

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

En el caso específico de la financiera informal, las circularizaciones permiten contrastar lo informado en la contabilidad de la corredora con los saldos que manejan los clientes. Asimismo, detrás de los saldos informados al regulador están los sistemas que los respaldan. En el trabajo de campo se pueden revisar las bases de datos que detallan los saldos y compararlos con lo informado al regulador. También existen pruebas de procedimientos para verificar que cada transacción esté debidamente registrada en la base de datos.

No estamos sugiriendo que en todas las inspecciones se deba efectuar una revisión en profundidad y con el alcance que se señala. Estamos diciendo que, basados en un enfoque orientado a los riesgos, y una vez que se detecten sospechas fundadas, se pueden aplicar técnicas que permiten identificar situaciones como la de una financiera paralela.

4.5.2. Ausencia de una visión consolidada

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

Como dijimos, la supervisión parcelada es una clara debilidad del sistema regulador chileno para los casos específicos de grupos bancarios. Nos parece del todo evidente que si el Grupo Inverlink hubiera tenido banco, esta entidad se habría contagiado de todas formas con los problemas del grupo, incluso si el banco por separado hubiera estado sano. Ésta es la gran lección del caso Inverlink: la necesidad de ejercer supervisión consolidada de grupos bancarios.

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

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

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

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

Finalmente, es esencial determinar dónde se sitúa el centro de poder del conglomerado. Este centro de poder no necesariamente coincide con los directorios de las entidades, que pueden tener un rol más formal que efectivo. Esta visión se justifica si se considera que el quehacer del Grupo Inverlink estaba fuertemente determinado por las decisiones de sus accionistas controladores, los que incluso estaban dispuestos a pasar por encima de los directorios de sus propias empresas. Esto es precisamente lo que ocurrió respecto del pacto entre la corredora y la compañía de seguros, a pesar de que existía un acuerdo previo del directorio de la compañía de seguros que prohibía efectuar límites con partes relacionadas¹⁷.

¹⁷ Ver Informe de la Cámara.

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

Segundo, efectuar el análisis de la exposición intragrupo y evaluar si ésta sobrepasaba los límites adecuados.

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

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

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

4.5.3. Falta de conocimiento del cliente por los bancos

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

En el citado Informe de la Cámara de Diputados, en repetidas ocasiones se hace referencia al importante papel que desempeñó Inverlink Consultores para canalizar los recursos provenientes de la financiera informal. En este sentido, en el contexto a partir del caso de la información sustraída al Banco Central, si se hubiera mirado el movimiento de la cuenta de esta empresa, y contrastado con el giro de la empresa (consultoría), ello debería haber motivado sospechas. En efecto, los volúmenes de recursos manejados por esta empresa no se compadecen con su giro. Si estas sospechas hubieran sido informadas al respectivo regulador, entonces habría habido mayor información para armar el puzzle.

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

BIBLIOGRAFÍA

- Allen, F. y D. Gale. "Optimal Financial Crises". *Journal of Finance*, 53, 1998.
- Allen, F. y R. Herring. "Banking Regulation versus Securities Market Regulation". Financial Institutions Center, Wharton School, University of Pennsylvania, 2001.
- BIS Quarterly Review*. "International Banking and Financial Market Developments", junio 2003.
- Cámara de Diputados. "Informe sobre Actividades Financieras del Grupo Inverlink", 2003.
- Diamond, D. y P. Dybvig. "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity". *Journal of Political Economy*, 91, 1983.
- IAIS (International Association of Insurance Supervisors). "On Solvency, Solvency Assessments and Actuarial Issues", 2000.
- IOSCO (International Organization of Securities Commissions). "Securities Lending Transactions: Market Developments and Implications", 1999.
- Larraín, C. (editor). "Supervisión Consolidada de Conglomerados Financieros". Ministerio de Hacienda, 1997.
- Santomero, A. y D. Eckles. "The Determinants of Success in the New Financial Services Environment: Now that Firms Can Do Everything, GAT Should They Do and Why Should Regulators Care?" The Wharton Financial Institutions Center, University of Pennsylvania, 2000.
- U. S. Securities and Exchange Commission. "The SEC Examination Perspective", 2003.
- U. S. Securities and Exchange Commission. "Broker-Dealer Risk Management Practices", 1999.
- U. S. Securities and Exchange Commission. "SEC Implementation of Sarbanes-Oxley: The New Corporate Governance", 2003.