

EL ANALISIS ECONOMICO DE LA INFORMACION PRIVILEGIADA EN EL MERCADO DE CAPITALES Y VALORES: ¿JUSTICIA INEFICIENTE?*

Craig R. Giesze

Profesor del Master in Business Law
Facultad de Derecho. Universidad Adolfo Ibáñez

SUMARIO

I. INTRODUCCION. II. PRINCIPIOS RECTORES DEL ANALISIS ECONOMICO DEL DERECHO. A. Generalidades. B. Economía positiva y economía normativa. C. Eficiencia, equidad y justicia. III. TEOREMA DE COASE. A. Antecedentes históricos: Competencia perfecta y fallas del mercado. B. Explicación clásica: Contaminación y los perjudicados. 1. Costos de transacción cero. 2. Costos de transacción positivos. C. Resumen del Teorema de Coase: Versión positiva y normativa. D. Aplicación práctica del Teorema de Coase: Exigibilidad del Derecho a través de sanciones. IV. ESTABLECIMIENTO DEL MARCO JURIDICO-ECONOMICO PARA EVALUAR LAS NORMAS CHILENAS Y ESTADOUNIDENSES QUE REGULAN EL USO DE LA INFORMACION PRIVILEGIADA A LA LUZ DEL TEOREMA DE COASE. A. Análisis económico coasiano: ¿Aplicación positiva o normativa? B. Criterio aplicable bajo la versión normativa del Teorema de Coase: ¿Eficiencia, equidad o justicia? V. ANALISIS ECONOMICO NORMATIVO DE LA LEGISLACION CHILENA Y ESTADOUNIDENSE CONTROLANDO EL USO DE LA INFORMACION PRIVILEGIADA. A. Intervención gubernamental: ¿Regulación excesiva? 1. Las normas chilenas. 2. Las normas estadounidenses. B. Análisis económico coasiano. VI. MODIFICACIONES A LA LEGISLACION CHILENA Y ESTADOUNIDENSE REGULANDO EL USO DE LA INFORMACION PRIVILEGIADA A LA LUZ DEL ANALISIS ECONOMICO NORMATIVO. A. Eliminación de las normas ineficientes. 1. Creación de incentivos adecuados. 2. Costos administrativos de las sanciones y la asignación adecuada del riesgo: Caso práctico de multas altas en vez de la cárcel. B. Modificaciones para Chile y los Estados Unidos en cuanto a su política legal para castigar los delitos de cuello blanco en general y el uso indebido de la "Información Privilegiada" en particular. VII. CONCLUSION. BIBLIOGRAFIA.

* Trabajo presentado al Magíster en Derecho de la Empresa, de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Chile.

I. INTRODUCCIÓN

Como el resto de la economía chilena, el mercado nacional de valores se ha caracterizado por una expansión económica constante a partir de la década de los setenta¹. No obstante, es necesario reconocer, al mismo tiempo, que el sistema legal que lo regulaba durante y antes de la década mencionada era deficiente para conducir adecuadamente a un desarrollo dinámico al largo plazo. Como consecuencia, surgió la necesidad de dictar una nueva ley para regular las sociedades anónimas abiertas en Chile (Ley N° 18.046) y otra para regular el mercado de valores (Ley N° 18.045).

En las palabras históricas de don Arsenio Molina, Superintendente de Valores y Seguros a la época, el principal objetivo del nuevo sistema jurídico chileno era de asegurar la existencia de un mercado *eficiente*: "Las nuevas leyes sobre mercado de valores y sociedades anónimas... tienen como objetivos principales desarrollar un mercado fuerte y eficiente, creando una mayor competencia, con fuentes de inversión para los ahorrantes distintas del sistema bancario"². Asimismo, el Mensaje del Proyecto de la Ley N° 18.045

reiteró estos objetivos y enfatizó que "debe tender a alentar la *confianza* de los inversionistas en el mercado de capitales y a fomentar la inversión en los instrumentos de ese mercado"³.

A pesar de estas declaraciones, es importante apreciar, según la opinión de cualquier economista contemporáneo, que una ley en sí misma, como la Ley de Mercado de Valores de Chile, no es capaz de establecer un mercado de competencia perfecta con plena eficiencia, es decir, con información perfecta gracias a la cual los agentes económicos pueden evaluar cualquier riesgo para maximizar su utilidad económica. Una de las fallas más importantes de los mercados es que la información casi nunca es perfecta —en otras palabras, *alcanzable a todos*— sino que se encuentra dispersa y, a veces, concentrada en un mercado dado. Además, aunque la información es sumamente costosa de producir, es muy barata de transmitir (ejem. fotocopias), generando así el problema ineficiente del *free rider*⁴. Como resultado, existe típicamente una oferta subóptima de información en cualquier mercado, incluyendo los mercados de valores⁵.

En virtud de lo anterior, el Congreso Nacional de Chile no intentó dictar la Ley de Mercado de Valores en 1981 con el objeto de establecer un mercado "perfecto" de valores —un propósito bastante teórico y poco práctico— sino trató de codificar mecanismos e instrumentos eficaces para lograr, en lo posible, la creación de "un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente" para fomentar la consecución de un mercado eficiente⁶. Tal vez, dado el problema inherente

¹ La explicación que se encuentra en la Introducción acerca de los antecedentes históricos del sistema legal chileno contemporáneo se basa principalmente en tres obras distintas: (1) un artículo publicado por el abogado Nicolás Luco Illanes en la *Revista Chilena de Derecho* de la Pontificia Universidad Católica de Chile; (2) un trabajo preparado por el profesor Raúl Novoa, Magíster en Derecho de la Empresa, de la Pontificia Universidad Católica de Chile; y (3) una Tesis de Grado entregada por el abogado José Joaquín Laso Richards a la Facultad de Derecho de la Universidad Finis Terrae. Véase Nicolás Luco Illanes, "Protección a los Accionistas Minoritarios Frente a la Toma de Control de una Sociedad Anónima Abierta", *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 22 N° 3, pp. 417-438 (1995); Raúl Novoa Galán, "Derecho Comparado y Legislación Chilena sobre Información Privilegiada y Otras Materiales", Magíster en Derecho de la Empresa, Pontificia Universidad Católica de Chile, pp. 1-14 (2 de julio de 1996); José Joaquín Laso Richards, "Del Uso de Información Privilegiada", Tesis de Grado, Facultad de Derecho, Universidad Finis Terrae, Santiago de Chile, pp. 1-72 (abril de 1997).

² Diario *La Segunda*, 5 de noviembre de 1981, p. 14.

³ LUCO ILLANES, Nicolás, *op. cit.*, p. 418. Como explica el autor: "Esto último es esencial, la ley buscaba diversificar las fuentes de financiamiento a través de la incorporación de los pequeños inversionistas al mercado. En este sentido, la ley debe garantizar el acceso a todos los instrumentos de inversión, hacer factible y real ese acceso, darle promoción, permitir el pleno ejercicio de las facultades que la tenencia de esos títulos importa, asegurando, sobre todo, el derecho a disponer libremente de los mismos a un precio justo". *Ibidem*.

⁴ Robert COOTER, Thomas ULEN, *Law and Economics*, pp. 117-118 (Segunda Edición, 1997).

⁵ *Ibidem*.

⁶ Artículo 39 de la Ley de Mercado de Valores de Chile.

de la oferta subóptima de información que existe en cualquier mercado, la nueva Ley de Mercado de Valores no contenía ninguna norma para regular el uso de la "información privilegiada" (*insider trading*), es decir, la "información esencial" o "reservada" de una empresa que es desconocida del público —en el sentido que su posesión signifique un "privilegio"— y que, al mismo tiempo, se refiera a cualquier clase de valores o instrumentos que se transen en algún mercado organizado y que, por su naturaleza, sea capaz de influir en el precio de los valores a que se refiere⁷.

Como resultado de esta falta, los socios, accionistas mayoritarios, directores y administradores de las sociedades anónimas abiertas más importantes de Chile, o sea, las primeras personas (*insiders* o *tippers*) que normalmente conocen los "hechos relevantes" o "esenciales" que determinan los precios de las acciones de sus empresas, estaban libres por más de una década para usar la información privilegiada de sus compañías y especular sobre el valor de sus acciones para su propio beneficio o en favor de terceros.

Sin embargo, para 1994, el Congreso Nacional de Chile llegó a la conclusión de que, al igual que la Unión Europea y los Estados Unidos de América, Chile tenía que contar con normas especiales para regular el uso de la información privilegiada⁸. Por consiguiente, se agregó, a través de la aprobación de la Ley N° 19.301, publicada en el *Diario Oficial* del 19 de marzo de 1994, el nuevo Título XXI a la Ley N° 18.045 de Mercado de Valores. El Título XXI estableció por primera vez en Chile ciertas normas específicas para controlar, regular y sancionar el uso o el abuso de la información privilegiada, con la finalidad de asegurar no solamente la existencia de la eficiencia, la simetría de información, la transparencia, la equidad y la igualdad de oportunidades para todos los inversionistas, sino también la buena fe, la ética y la honestidad, en el mercado de valores de Chile⁹.

No cabe duda de que el propósito legislativo de la Ley N° 19.301 de Chile, al igual que el de las leyes correspondientes de otros

países occidentales, es promover y defender la eficiencia de los mercados de valores. No obstante y de manera sorprendente, son los economistas y jueces con formación económica quienes han criticado más severamente las normas en contra del uso de la información privilegiada¹⁰. En particular, el ilustre juez estadounidense, Richard A. Posner —Presidente de la Corte de Apelaciones del Séptimo Circuito de Estados Unidos, profesor de Derecho de la Universidad de Chicago y discípulo de Ronald Coase— presenta múltiples argumentos en contra de la validez económica de las reglas estadounidenses que regulan el *insider trading*. Según el juez Posner, estas normas distorsionan el funcionamiento eficaz de los mercados de valores, sobre todo con respecto a las opciones a la compra y venta de acciones¹¹. Además señala que "los costos para poner en práctica las normas en contra del uso de la información privilegiada son altos"¹².

Si bien el análisis económico de una norma jurídica parecería ser extraño para un abogado de la tradición jurídica del Derecho romano-germánico, cabe destacar que ese análisis forma parte fundamental de la vanguardia del análisis legal en el sistema del *Common Law* de los Estados Unidos¹³. Es importante enfatizar que, a partir de 1960,

¹⁰ Véanse Richard A. POSNER, *Economic Analysis of Law*, pp. 459-60 (quinta edición, 1998); Robert COOTER, Thomas ULEN, *op. cit.*, pp. 117-119; Henry G. MANNE, *Insider Trading and the Stock Market* (1966).

¹¹ Richard A. POSNER, *op. cit.*, pp. 459-60.

¹² *Ibidem*.

¹³ Los sistemas jurídicos del mundo se dividen generalmente en dos familias básicas: (1) el sistema "romano-germánico", "romano-francés", o "romano-canónico"; y (2) el sistema del *Common Law*. Véase J. Henry MERRYMAN, *La tradición jurídica romano-canónica*, Fondo de Cultura Económica, México, 1984, pp. 15-23; J.F. SMITH, *Confronting Differences in the United States and Mexican Legal Systems in the Era of NAFTA*, Mex. L.J., vol. 1, 1993, pp. 85-88. Los países de Europa occidental y continental (v.g. Francia y Alemania), Europa oriental (ejem. Hungría y Grecia) y América Latina, así como algunos países de Asia y África, pertenecen a la primera familia. Por otro lado, Estados Unidos de América, Canadá, Inglaterra y Nueva Zelanda forman parte de la tradición jurídica del *Common Law*. Además de los países que acatan el Derecho islámico (ejem. Irán), existe un

⁷ José Joaquín LASO RICHARDS, *op. cit.*, pp. 21-22.

⁸ Véase Raúl NOVOA GALÁN, *op. cit.*, pp. 13-14.

⁹ Véanse los artículos 39 y 43 c) de la Ley de Mercado de Valores de Chile.

año en que Ronald Coase publicó su famoso Teorema de Coase¹⁴, nació una verdadera revolución económica en el campo legal en los Estados Unidos. Muchos jueces y abogados estadounidenses empezaron, desde entonces, a utilizar el análisis económico para resolver conflictos jurídicos en las áreas del Derecho de la propiedad, incumplimiento de los con-

grupo de naciones que tienen un sistema mixto entre el sistema romano-germánico y el del *Common Law*: Japón y China. Finalmente, en algunas regiones del mundo del *Common Law*, hay jurisdicciones romano-germánicas, incluyendo Puerto Rico y Quebec. El sistema legal de la República de Chile está firmemente cimentado en el derecho escrito de la tradición "romano-germánica" de América Latina. Esta tradición tiene sus orígenes históricos en los códigos del (1) Derecho romano (v.g. Doce Tablas de Roma de 450 a.C. y el *Corpus Juris Civilis* de Justiniano de 533 d.C.), (2) el Código francés de Napoleón de 1804, y (3) las recopilaciones de España. Como afirma el profesor John Henry Merryman, de la Facultad de Derecho de la Universidad de Stanford, en su obra titulada *La tradición jurídica romano-canónica*: "Los grandes nombres de la tradición jurídica romano-canónica no son los de los jueces..., sino los de legisladores (Justiniano, Napoleón) y académicos (Gayo, Irnerio, Bartolo, Mancini, Domat, Pothier, Savigny) y una multitud de académicos europeos y latinoamericanos de los siglos XIX y XX". En virtud de las influencias jurídicas romanas, francesas y españolas, así como de los preceptos canónicos escritos por la Iglesia Católica, las *normas jurídicas escritas constituyen las principales fuentes formales del Derecho en la República de Chile*, y la jurisprudencia no es considerada como una ley ni material ni formal en su sentido estricto. La costumbre puede ser fuente supletoria siempre y cuando la ley expresamente lo autorice. En cambio, es bien sabido y documentado que el sistema jurídico de los Estados Unidos y de Canadá tiene su fuente histórica en la tradición del *Common Law* de Inglaterra. Dicha tradición legal se estableció en el año 1066 con la invasión de Guillermo el Conquistador. Cabe señalar que el juez en este sistema jurídico tiene la enorme facultad de crear el Derecho, mediante la emisión de sentencias ejecutorias, como si fuera un verdadero legislador, con la finalidad de que la jurisprudencia, al igual que el Derecho escrito, es una fuente formal en los Estados Unidos. Como consecuencia, según el profesor John Henry Merryman, el juez del *Common Law*, y no el legislador o el profesor-investigador, es el gran protagonista del sistema jurídico. Véase J. Henry MERRYMAN, *op. cit.*, pp. 15-23.

¹⁴ Ronald H. COASE, "The Problem of Social Costs", J.L. & ECON., vol. 3. pp. 1 y ss (1960).

tratos y las controversias extracontractuales, incluyendo la responsabilidad civil¹⁵.

Asimismo, para 1990, existía por lo menos un economista en cada Facultad de Derecho de las universidades más importantes de los Estados Unidos¹⁶. Hasta la Corte Suprema de Estados Unidos y muchas Cortes de Apelaciones del país cuentan con jueces activos o retirados con formación económica, incluyendo Stephen Breyer (Corte Suprema), Frank Easterbrook (Corte de Apelaciones del Séptimo Circuito), Guido Calabresi (Corte de Apelaciones del Segundo Circuito) y Robert Bork (Corte de Apelaciones del Distrito de Columbia), quienes han utilizado el análisis económico en la interpretación y aplicación del Derecho para resolver controversias legales¹⁷. Hay que hacer hincapié en que esta revolución intelectual no se ha limitado al Derecho del *Common Law* de los Estados Unidos, sino ha cruzado sus fronteras para echar sus raíces en el sistema del Derecho romano-germánico de España y recientemente en Chile¹⁸.

La definición clásica del término "economía" es el estudio científico "de la manera en que las sociedades utilizan los recursos escasos para producir mercancías valiosas y distribuirlos entre los diferentes individuos" en relación a las necesidades que desean satisfacerse¹⁹. Así, el análisis económico en el ámbito jurídico provee una teoría sobre el comportamiento racional de los individuos (así como el gobierno) que permite predecir su reacción frente a cambios en las leyes²⁰. De hecho, las sanciones legales actúan como *precios y costos* que afectan las decisiones de

¹⁵ Véase Robert COOTER, Thomas ULEN, *op. cit.*, pp. 1-3.

¹⁶ *Ibidem.*

¹⁷ *Ibidem.*

¹⁸ Juan TORRES LOPEZ, *Análisis Económico del Derecho*, (Madrid, 1987). Asimismo, los cursos de Microeconomía y Macroeconomía impartidos por los economistas Carlos Williamson y Rolf Lüders en el Magíster en Derecho de la Empresa, de la Pontificia Universidad Católica de Chile, se enfocan mucho en el análisis económico del Derecho.

¹⁹ Paul A. SAMUELSON, William D. NORDHAUS, *Economía*, p. 5 (decimacuarta edición, 1993).

²⁰ Véase Robert COOTER, Thomas ULEN, *op. cit.*, pp. 1-3.

los individuos²¹. Por lo tanto, el análisis económico aplicado al Derecho provee un esquema de análisis para evaluar la eficiencia y los efectos distributivos de las políticas legales y las normas jurídicas correspondientes²². En virtud de que las leyes son instrumentos para alcanzar determinados objetivos sociales, el análisis económico permite evaluar, desde el punto de vista de la eficiencia económica, el efecto de una ley o una norma jurídica en el logro de los objetivos sociales, superando así la intuición y las reacciones viscerales²³.

Dado que el análisis económico ha echado sus raíces en el campo jurídico contemporáneo, el presente trabajo tiene por objeto analizar las normas chilenas y estadounidenses que regulan el uso de la información privilegiada a la luz de los principios económicos básicos, incluyendo el famoso Teorema de Coase. Además se analiza la sanción del presidio menor (verbigracia, la cárcel) que se aplica tanto en Chile como en los Estados Unidos por las violaciones de tales normas, para determinar si dicho castigo es la sanción más eficiente para responder socialmente al uso indebido de la información privilegiada.

Los temas específicos a desarrollar en el presente estudio incluyen la diferencia crucial entre la "economía positiva" y la "economía normativa", la distinción entre la eficiencia, la equidad y la justicia, la aplicación positiva y normativa del Teorema de Coase y el análisis económico de la legislación chilena y estadounidense a la luz de la versión normativa del teorema coasiano. Se llega a la conclusión de que las normas pertinentes de la Ley de Mercado de Valores vigente de Chile, así como las de la Regla 10b-5 del sistema legal norteamericano, sí cumplen en lo esencial con la aplicación normativa del Teorema de Coase. No obstante, el presente análisis demuestra que estas reglas legales sufren de algunas "ineficiencias", sobre todo en cuanto a la sanción de la cárcel. Dado lo anterior se recomienda que el Congreso Nacional de Chile y el Congreso norteamericano modifiquen las normas aplicables de manera congruente con la propuesta que se encuentra en el último apartado del presente artículo.

²¹ *Ibidem*.

²² *Ibidem*.

²³ *Ibidem*.

II. PRINCIPIOS RECTORES DEL ANÁLISIS ECONÓMICO DEL DERECHO

A. GENERALIDADES

Antes de analizar el Teorema de Coase y aplicarlo a las normas chilenas y estadounidenses que regulan el uso de la información privilegiada, es necesario aclarar ciertos conceptos económicos, tales como la diferencia básica entre la "economía positiva" y la "economía normativa" y la distinción crucial entre la eficiencia, la equidad y la justicia. Al respecto, muchos abogados tanto en Chile como en los Estados Unidos confunden estos tres principios, opinando, por ejemplo, que "un precio eficiente", "un precio equitativo" y "un precio justo" son sinónimos. Al contrario, un análisis cuidadoso demuestra que estos tres tipos de precios refieren a conceptos bastante diferentes. Como resultado, un entendimiento correcto de estos preceptos esenciales es indispensable si uno desea analizar, de manera objetiva y no visceral, las normas regulando el uso de la información privilegiada a la luz de su propósito de fomentar un mayor grado de eficiencia en los mercados de valores.

B. ECONOMIA POSITIVA Y ECONOMIA NORMATIVA

La diferencia entre la economía positiva (afirmaciones empíricas) y la economía normativa (juicios de valor) es crítica para cualquier análisis económico²⁴. Como explican los distinguidos economistas norteamericanos, Paul A. Samuelson y William D. Nordhaus, la "economía positiva describe los hechos y el comportamiento de la economía": 1) "¿cuáles son las causas de la pobreza en Estados Unidos?"; 2) "¿cómo afectaría una subida de los impuestos sobre el tabaco al número de fumadores?"; y 3) "¿cómo han sido los resultados económicos en los países socialistas en comparación con los de los países capitalistas?"²⁵. "Estas preguntas sólo pueden responderse refiriéndose a los hechos; pueden ser cuestiones fáciles o difíciles, pero todas ellas se encuentran dentro del ámbito de la economía positiva"²⁶.

²⁴ Véanse Paul A. SAMUELSON, William D. NORDHAUS, *op. cit.*, p. 11.

²⁵ *Ibidem*.

²⁶ *Ibidem*.

En cambio, los mismos economistas aclaran que la "economía normativa se refiere a preceptos éticos y juicios de valor": 1) "¿debe dar el Estado dinero a los pobres?"; 2) "¿debe reducirse el déficit presupuestario subiendo los impuestos o recortando el gasto?"; y 3) "¿deben introducir los países socialistas la propiedad privada y las bolsas de valores?"²⁷. Los economistas estadounidenses concluyen su explicación del análisis normativo de la siguiente manera:

"Estas preguntas no tienen una respuesta verdadera o falsa, ya que en ellas no intervienen los hechos sino la ética y los juicios de valor. Se pueden discutir, pero nunca resolver apelando a la ciencia o a los hechos. Sencillamente no existe una respuesta verdadera o falsa sobre lo elevada que debe ser la inflación o sobre la conveniencia de que la sociedad ayude o no a los pobres o sobre la cantidad que debe gastar un país en defensa. Se trata de cuestiones que no se resuelven mediante la ciencia económica sino mediante decisiones políticas"²⁸.

Una vez que el lector entienda la distinción primordial entre la "economía positiva" y la "economía normativa", se puede llegar a la conclusión bastante obvia de que "los economistas coinciden mucho más de lo que se supone generalmente"²⁹. Como señalan Samuelson y Nordhaus, existe "una gran unanimidad sobre numerosas cuestiones de economía positiva, especialmente en los temas microeconómicos, como la importancia del mercado en la asignación de los recursos, los perjudiciales efectos de muchas reglamentaciones del Estado (como el control de los alquileres o los aranceles) y los beneficios del comercio y la especialización"³⁰. De hecho, las principales discrepancias que existen entre los economistas se encuentran en el ámbito normativo. Discrepan, como una gran parte del resto de la población, "en cuestiones como dimensiones que debe tener el Estado, la importancia relativa de la inflación y des-

empleo, la distribución equitativa de la renta y la conveniencia de subir o bajar los impuestos"³¹.

En cuanto a la aplicación de los principios económicos al Derecho, se ha utilizado el análisis económico tanto para intentar explicar el sistema jurídico (tal cual es) como para recomendar cambios que podrían mejorarlo. El abogado/economista estadounidense, A. Mitchell Polinsky, explica que en "el lenguaje de los economistas, estos dos enfoques se denominan respectivamente economía *positiva* (o descriptiva) y economía *normativa* (o preceptiva)"³².

El enfoque del presente estudio tiene una orientación normativa. Para cada aspecto de la normativa chilena o estadounidense en cuestión, se analiza qué norma o qué política jurídica lograría mejor determinados objetivos, con la perspectiva cardinal del objeto de la eficiencia. Puesto que el sistema jurídico contemporáneo está influido por imperativos de eficiencia, hay que intentar asegurarse que las normas y políticas jurídicas existentes sean eficientes. Si así no es el caso, es recomendable modificar la norma en cuestión para establecer un aparato legal más eficiente, sobre todo si la norma busca regular los mercados y el comercio. Estas conclusiones se aplican indiscutiblemente a los mercados de valores de Chile y Estados Unidos, puesto que el propósito principal de la normativa actual en ambos países es "desarrollar un mercado fuerte y eficiente, creando una mayor competencia, con fuentes de inversión para los ahorrantes distintas del sistema bancario"³³.

C. EFICIENCIA, EQUIDAD Y JUSTICIA

La eficiencia es uno de los conceptos esenciales de la economía. Eficiencia significa que no hay despilfarro, que se utilizan los recursos de la economía lo más eficazmente posible para satisfacer las necesidades y deseos de los individuos. Más concretamente, la economía produce eficientemente cuando no puede producir una mayor cantidad de un

²⁷ *Ibidem*.

²⁸ *Ibidem*.

²⁹ Paul A. SAMUELSON, William D. NORDHAUS, *op. cit.*, p. 12.

³⁰ *Ibidem*.

³¹ *Ibidem*.

³² A. Mitchell POLINSKY, *Introducción al Análisis Económico del Derecho*, pp. 10-11 (Barcelona, 1985).

³³ Diario *La Segunda*, 5 de noviembre de 1981, p. 14.

bien sin producir una menor cantidad del otro, es decir, cuando se encuentra en su frontera de posibilidades de producción³⁴. La definición clásica de la eficiencia viene de Italia. La *eficiencia de Pareto u optimalidad de Pareto* (por el economista italiano Vilfredo Pareto) se expresa así: "Se dice que una situación se ajusta a la eficiencia o a la optimalidad de Pareto si no hay ningún cambio posible de esa situación que pueda mejorar la situación de alguien sin empeorar al mismo tiempo la de otro"³⁵. Como consecuencia lógica, "si una situación *no* es eficiente en este sentido, entonces, por definición, *se puede* mejorar la posición de alguien sin empeorar la de nadie"³⁶. Para lograr la eficiencia en cualquier caso, un agente económico generalmente tiene que tomar una decisión que aumente sus *beneficios marginales* relativo a sus *costos marginales*, con la finalidad de maximizar sus *utilidades marginales*. En pocas palabras, la eficiencia se reduce al famoso criterio de *costo-beneficio*.

Cabe subrayar que la aplicación fiel del principio de la eficiencia puede producir discriminación en los mercados, sobre todo en los precios de venta de un bien o servicio. Por eso, los economistas Samuelson y Nordhaus afirman en su libro, *Economía*, que los "mercados no producen necesariamente una distribución de la renta socialmente justa o equitativa. Una economía de mercado basada en un sistema puro de *laissez faire* genera un nivel de desigualdad de la renta y del consumo inaceptablemente elevado"³⁷.

Por ejemplo, supongamos que existe una empresa chilena domiciliada en Santiago cuyo objetivo principal es maximizar sus ganancias en favor de sus accionistas. Esta empresa siempre tiene que fijar precios diferentes de venta (excluyendo los costos de transporte) para su producto en dos mercados separados, *si la empresa enfrenta condiciones diferentes de oferta y demanda en dichos mercados*. El margen de la diferencia entre los precios de venta en los dos mercados (excluyendo los costos de transporte) de-

pendará de la elasticidad-precio de la demanda del producto en cada uno de los dos mercados.

El concepto de la elasticidad-precio de la demanda, según el economista Paul Samuelson, se refiere a la sensibilidad de la demanda de un producto, en reacción a los cambios de su precio³⁸. Así, en términos económicos, la expresión "la elasticidad-precio de la demanda es relativamente *inelástica*", se refiere al fenómeno de que la demanda de un bien *no* es muy sensible a los cambios de su precio; esto es, cuando un cambio de precio de uno por ciento (1%) resulta en un cambio de la cantidad demandada que es menos de uno por ciento (1%)³⁹. En otras palabras, los consumidores continuarán comprando el bien a pesar de que se aumenta su precio. En cambio, se dice que la elasticidad-precio de la demanda es relativamente *elástica* cuando la demanda de un producto *sí es* muy sensible a los cambios de su precio; en otros términos, cuando el cambio de precio de uno por ciento (1%) produce un cambio de la cantidad demandada que es más de uno por ciento (1%)⁴⁰. Es decir, los consumidores dejarán de comprar el bien correspondiente, aun cuando el aumento de precio sea ligero.

Volviendo a nuestro caso hipotético, supongamos que la empresa chilena de Santiago determina que la elasticidad-precio de la demanda para su producto es relativamente *elástica* en Santiago, en virtud de que existen más bienes sustitutos y más competencia en la capital chilena, pero que la elasticidad-precio de la demanda para su bien es relativamente *inelástica* en Punta Arenas, dado que existen menos bienes sustitutos y menos competencia en dicho mercado. Desde el punto de vista del criterio de la eficiencia, la empresa chilena tiene que discriminar entre los mercados de Santiago y Punta Arenas, cobrando un precio mayor de venta en Punta Arenas (aparte de los costos de transporte) y un precio inferior en su mercado local de Santiago. Si la empresa chilena no adopta esa política de precios de venta, no podrá maximizar las ganancias en favor de sus accionistas.

³⁴ Véanse Paul A. SAMUELSON, William D. NORDHAUS, *op. cit.*, p. 27.

³⁵ A. Mitchell POLINSKY, *op. cit.*, p. 18, n. 1.

³⁶ *Ibidem*.

³⁷ Paul A. SAMUELSON, William D. NORDHAUS, *op. cit.*, p. 52.

³⁸ Paul A. SAMUELSON, William D. NORDHAUS, *op. cit.*, pp. 65-68.

³⁹ *Ibidem*.

⁴⁰ *Ibidem*.

Entonces, el establecimiento de precios de venta según las condiciones de oferta y demanda y el criterio de la eficiencia resulta en la discriminación óptima de precios. Aunque la empresa puede maximizar sus ganancias y aumentar sus ingresos reales en ambos mercados, los consumidores en Punta Arenas experimentarán una disminución en sus ingresos reales relativo a sus contrapartes en Santiago. Por lo tanto, se ve claramente que "un precio eficiente" no es necesariamente "un precio equitativo" ni "un precio justo". Por tal razón, aun los economistas Samuelson y Nordhaus declaran que una "sociedad no vive sólo de la eficacia"⁴¹ y señalan que el "conflicto entre la eficiencia y la equidad es una de las cuestiones más profundas relacionadas con los valores a las que se enfrenta la sociedad"⁴².

Cabe afirmar, por otro lado, que el concepto de la "equidad" se refiere tradicionalmente al siguiente aforismo bien conocido: "Dar a cada quien lo que le corresponde". Dicho aforismo hace referencia a varios principios universales, tales como la igualdad y el de no discriminación, y se expresan concretamente en el artículo 20 del Código Civil para el Distrito Federal de la República de México:

"Cuando haya conflicto de derechos, a falta de ley expresa que sea aplicable, la controversia se decidirá a favor del que trata de evitarse perjuicios y no a favor del que pretenda obtener lucro. *Si el conflicto fuere entre derechos iguales o de la misma especie, se decidirá observando la mayor igualdad posible entre los interesados.*"⁴³

Ahora bien, en el ámbito legal, si existe una controversia entre dos partes —un vendedor y un comprador, por ejemplo— la equidad intenta tomar en consideración las circunstancias peculiares de ambas partes para encontrar una solución que ponga a las partes en la misma situación que ocupaban antes del conflicto. En pocas palabras, la equidad

intenta "dar a cada quien lo que le corresponde".

En el campo económico, la equidad tiene por objeto cardinal la redistribución de la riqueza y la renta "recurriendo a *los impuestos y las transferencias dependientes de los ingresos*"⁴⁴. Además, a diferencia de la eficiencia, la equidad busca eliminar la discriminación en los mercados, otorgando un trato igual para todos los miembros de una sociedad en cuanto a sus ingresos, impuestos, precios y las demás variables económicas, incluyendo la riqueza. Por ende, "un precio equitativo", a diferencia de "un precio eficiente", no es un precio discriminatorio, sino igualitario para todos.

El principio de la justicia abarca otro concepto un poco más subjetivo, y aunque es semejante al principio de la equidad, tiene sus propios rasgos distintos. El principio de la justicia emana del Derecho Natural y se basa en los principios morales, religiosos y políticos de muchos siglos anteriores, tales como la buena fe, la ética, la honestidad y la transparencia, así como el *Contrato Social* de John Locke y de Jean Jacques Rousseau⁴⁵. En el área jurídica, si existe una controversia entre dos partes —por ejemplo, un vendedor que no cumpla con su promesa para vender su producto a un comprador— la justicia interviene, de acuerdo con los principios de buena fe, ética y honestidad, para encontrar una solución que pondría a las partes en la misma posición si el vendedor cumpliera con su promesa como un buen hombre honesto⁴⁶. Al hallar su solución "justa", la figura de la justi-

⁴⁴ Paul A. SAMUELSON, William D. NORDHAUS, *op. cit.*, p. 186.

⁴⁵ Véase E. GARCIA MAYNEZ, *Introducción al Estudio del Derecho*, Editorial Porrúa, México, 1992, pp. 15-24; Rafael PRECIADO HERNANDEZ, *Lecciones de Filosofía del Derecho*, México, Ed. Jus., 1947, pp. 105-117; J. Henry MERRYMAN, *op. cit.*, pp. 1-144; *Pequeño Larousse Ilustrado*, Ediciones Larousse, Francia, 1964, p. 1180; *Webster's New World Dictionary*, p. 331 (1982).

⁴⁶ Si la equidad no puede solucionar un problema por la imposibilidad de poner a las partes en la misma situación que ocupaban antes del conflicto (ejem. homicidio), o si tampoco es posible que la justicia pueda obligar a uno a cumplir con sus promesas (ejem. promesa social de no matar en conformidad con el Contrato Social), se aplica en ese momento el concepto del castigo y la sanción.

⁴¹ Paul A. SAMUELSON, William D. NORDHAUS, *op. cit.*, p. 185.

⁴² *Ibidem*.

⁴³ Código Civil para el Distrito Federal de la República de México, artículo 20.

cia, al igual que la equidad, toma en cuenta las circunstancias peculiares de ambas partes. En el contexto comercial, se deduce que "un precio justo" es, entre otras cosas, el precio "pactado" entre las partes, el cual puede ser más o menos que el "precio equitativo" para todos o el "precio eficiente" establecido por las condiciones de oferta y demanda.

En cuanto a la aplicación de los principios de eficiencia, equidad y justicia al Derecho, el abogado-economista estadounidense, A. Mitchell Polinsky, distingue estos conceptos de la siguiente manera:

"A efectos de este libro, el término *eficiencia* alude a la relación entre los beneficios totales de una situación y los costos totales de la misma; el término *equidad* alude a la distribución de la renta entre los individuos. En otras palabras, la eficiencia se relaciona en el 'tamaño del pastel', mientras que la equidad dependerá de cómo se reparta. Los economistas se centran tradicionalmente en la tarea de ampliar al máximo el tamaño del pastel, dejando a otros (como por ejemplo, los legisladores) la tarea de determinar cómo ha de dividirse. El atractivo de la eficiencia como objetivo es que, dadas ciertas condiciones que se describirán, todos pueden beneficiarse si la sociedad se organiza de un modo diferente"⁴⁷.

¿Qué precio deben tener las acciones chilenas que se intercambian en la Bolsa de Comercio de Santiago y las acciones estadounidenses que se transan en el *New York Stock Exchange*?: 1) ¿un precio eficiente basado en el criterio del costo-beneficio y las condiciones de oferta y demanda?; 2) ¿un precio equitativo que no sea discriminatorio sino igual para todos?; o 3) ¿un precio justo establecido con juicios de ética? Además, ¿la respuesta a esta pregunta cambia si, por ejemplo, las acciones de una sociedad anónima abierta chilena se transan simultáneamente en las dos bolsas mencionadas anteriormente?

⁴⁷ A. Mitchell POLINSKY, *op. cit.*, p. 19. Polinsky, al igual que Samuelson y Nordhaus, considera que los términos "equidad" y "justicia" son sinónimos. En virtud de la explicación y análisis presentados en el texto del presente trabajo, se estima que los dos conceptos son similares pero distintos.

El análisis positivo de la economía nos dice que existen, de hecho, tres tipos diferentes de precios; en cambio, el análisis normativo nos ayuda para determinar qué precio queremos tener en el mercado de valores, así como cuáles son las normas legales correspondientes para salvaguardar este precio. Asimismo, el análisis positivo (afirmaciones empíricas) facilita la identificación, calculación y establecimiento del "precio eficiente," mientras que el análisis normativo de la economía (juicios de valor y de ética) provee los criterios para formular "un precio equitativo" y "un precio justo". En las siguientes páginas se puede ver que la aplicación correcta del Teorema de Coase a las normas regulando la información privilegiada puede demostrar qué precio es óptimo para un mercado de valores y cuáles son las normas legales para salvaguardar este precio.

III. TEOREMA DE COASE

A. ANTECEDENTES HISTORICOS: COMPETENCIA PERFECTA Y FALLAS DEL MERCADO

No obstante que es imposible lograr la "competencia perfecta" en cualquier mercado en la práctica, puesto que no se puede cumplir con todos los supuestos del modelo en la realidad, los economistas siempre han formulado muchas de sus teorías, políticas y consejos basándose en el estado teórico de competencia pura. De hecho, el modelo de la "competencia perfecta o pura" es una herramienta muy útil para demostrar gráficamente todos los excedentes económicos que una sociedad puede obtener gracias a la asignación eficiente de sus recursos productivos y, al mismo tiempo, todas las pérdidas sociales que una nación puede sufrir cuando sus mercados se caractericen por una asignación ineficiente de recursos.

¿Qué significa competencia perfecta? Es un término económico técnico que se refiere a un mercado en el que ninguna empresa o consumidor es suficientemente grande para influir en el precio de mercado⁴⁸. En otras palabras, un mercado perfecto o competitivo es atomizado, es decir, existe un número con-

⁴⁸ Véase Paul A. SAMUELSON, William D. NORDHAUS, *op. cit.*, pp. 48, 170-71, 185.

siderable de oferentes y demandantes de un bien o servicio de tal manera que ningún agente económico pueda controlar el precio del mercado. Por lo tanto, el mundo de la competencia perfecta es un mundo de precios-aceptantes, y cada oferente de su bien o servicio se enfrenta una curva de demanda totalmente horizontal. Por ejemplo, el mercado de trigo es perfectamente competitivo porque la mayor explotación de trigo, que sólo produce una parte minúscula del trigo del mundo, apenas afecta a su precio⁴⁹.

Otras características o supuestos de un mercado perfecto incluyen los siguientes:

- (1) El bien o servicio es homogéneo;
- (2) No hay barreras de entrada y salida;
- (3) Los productores y consumidores están perfectamente informados, con el resultado de que la información sea simétrica para todos; y
- (4) No existe intervención gubernamental (sistema económico de *laissez faire*)⁵⁰.

Cumplidos todos estos supuestos, la doctrina de la *mano invisible* de Adam Smith se aplica "a la perfección". En esas circunstancias, los mercados asignan eficientemente los recursos, por lo que la economía se encuentra en su frontera de posibilidades de producción. Cuando todas las industrias están sujetas a los pesos y contrapesos de la competencia perfecta, los mercados producen la cesta eficiente de productos con las técnicas más eficientes y utilizando la cantidad mínima de factores⁵¹.

Cabe destacar que la prohibición en contra de la intervención gubernamental en los mercados (verbigracia, sistema económico de *laissez faire*) es un supuesto clave para el modelo de la competencia perfecta. Sin embargo, ese supuesto no es inmutable ni inflexible. Aun los economistas más conservadores reconocen que el Estado debe desempeñar un papel bastante importante en la economía de un país en ciertas situaciones limitadas. En términos del análisis normativo, las funciones económicas del Estado incluyen fomentar la eficiencia, la equidad y el crecimiento y la estabilidad macroeconómicos. En particular, los programas públicos destinados a fomentar la equidad se basan en

los impuestos y el gasto para redistribuir la renta en favor de determinados grupos. Además el Estado recurre a los impuestos, el gasto y la regulación monetaria para fomentar el crecimiento y la estabilidad macroeconómicos y para reducir el paro y la inflación.

En términos del análisis positivo, el Estado siempre tiene que intervenir en los mercados para corregir tres fallas o imperfecciones inherentes en cualquier sistema capitalista:

- (1) La oferta subóptima de los "bienes públicos";
- (2) La existencia de los monopolios; y
- (3) La producción de las externalidades negativas.

Un "bien público" (ejem. defensa nacional) es un bien o servicio que los mercados privados no producen en cantidades suficientes, porque no existen los incentivos adecuados para las empresas privadas:

"Es posible impedir a las empresas que arrojen vertidos imponiendo regulaciones, pero es mucho más difícil para los gobiernos fomentar la producción de bienes públicos. Estos son actividades económicas —que reportan grandes o pequeños beneficios a la comunidad— que no es eficiente dejar a la iniciativa privada. Importantes ejemplos son la provisión de defensa nacional y el mantenimiento del orden público interno, la construcción de una red de autopistas y la financiación de la ciencia básica y de la sanidad pública. Las empresas privadas no producen una cantidad suficiente de estos bienes públicos porque los beneficios se dispersan tanto entre la población que ninguna empresa o consumidor tiene incentivos económicos para suministrarlos"⁵².

⁵² Paul A. SAMUELSON, William D. NORDHAUS, *op. cit.*, p. 51. "Los faros constituyen un ejemplo clásico de un bien público suministrado por el Estado. Estos salvan vidas y barcos, pero sus torres no pueden acercarse hasta ellos para cobrar un canon ni, aunque pudieran, resultaría eficiente desde el punto de vista social cobrar por el uso de dichos servicios. La forma más eficiente de suministrar la luz es hacerlo gratuitamente, pues no cuesta más avisar a 100 barcos de la proximidad de rocas que avisar a uno. Tenemos aquí una externalidad positiva, un caso de divergencia entre el interés privado y el social. Los filósofos y los líderes políticos siempre han reconocido el necesario papel del Estado como proveedor de estos bienes públicos." *Ibidem*.

⁴⁹ *Ibidem*.

⁵⁰ *Ibidem*.

⁵¹ *Ibidem*.

Dado que generalmente son insuficientes los bienes públicos que suministran las empresas privadas, el Estado debe intervenir para producirlos. Al producir bienes públicos como defensa nacional o faros, el Estado se comporta exactamente igual que cualquier otro productor.

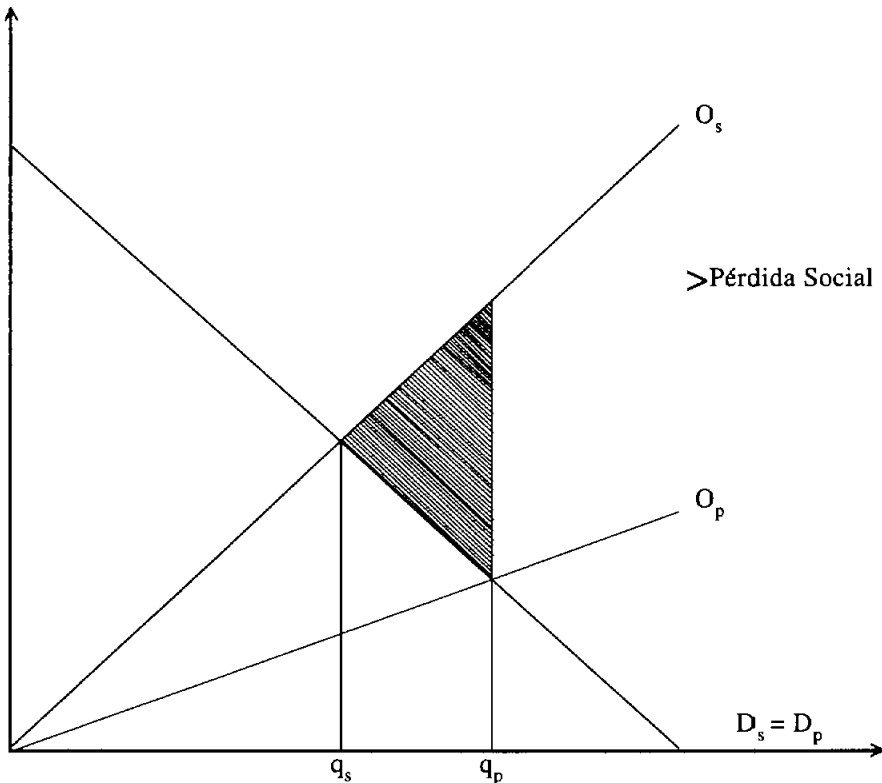
Otra grave desviación de la competencia perfecta es la competencia imperfecta o los elementos monopolísticos. Por ejemplo, una empresa como "Microsoft" puede obtener beneficios monopolísticos tanto manteniendo los precios altos como reduciendo la producción a niveles muy bajos. Los consumidores que tienen que pagar estos precios altos experimentan una disminución en sus ingresos reales. La intervención gubernamental consiste en la aplicación de las leyes antimonopólicas, tales como la Ley Sherman estadounidense o el Decreto Ley N° 211 de Chile.

Por último, muchos mercados privados producen externalidades, tanto negativas

como positivas. Las externalidades son efectos externos causados por la acción privada de productores y consumidores que no son considerados en las decisiones de producción o consumo, porque no les afecta. Según Samuelson y Nordhaus, "existen externalidades (o efectos-difusión) cuando las empresas o los individuos imponen costos o beneficios a otros fuera del mercado", tales como la contaminación del aire.

El siguiente gráfico ilustra una externalidad negativa, o sea, la contaminación ambiental provocada por la producción excesiva de un bien. Puede verse gráficamente que el problema social consiste en el hecho de que la oferta o producción óptima del bien en cuestión para la sociedad se representa por la curva de oferta social, o sea O_s . Sin embargo, el productor privado, intentando maximizar *sus propias ganancias y utilidades*, sin pensar para nada en la sociedad, enfrenta una curva de oferta privada, O_p , la cual resulta en

Externalidad negativa en la producción, por ejemplo: Contaminación ambiental.



la producción mayor que el nivel socialmente aceptable. La política económica para corregir esta falla del mercado —diseñada por el economista inglés Pigou— consistía tradicionalmente en la intervención automática del Estado, por medio de la imposición de un impuesto aplicado en contra del productor. El impuesto tenía el efecto de disminuir la producción del bien en cuestión, desplazando la curva de oferta privada a la izquierda hasta el nivel de la curva de oferta social.

Con la publicación de su artículo en 1960, titulado “El problema del costo social”, Ronald H. Coase puso en cuestión por primera vez la tesis pigouviana sobre la intervención del Estado para corregir las externalidades negativas⁵³. A pesar de que Ronald Coase tuvo que esperar más de treinta años para ganar el Premio Nobel de Economía por su obra, muchos comentaristas contemporáneos afirman que “Coase es autor del artículo de economía más influyente y citado en la posguerra”⁵⁴. Ese artículo “cambió profundamente la forma en que los economistas, los juristas, los filósofos políticos y otros concebían las externalidades y las instituciones legales y sociales que se han creado para resolverlas”⁵⁵.

Coase postulaba que las partes mismas pueden negociar la solución eficiente —fuera del sistema legal o judicial— sin acudir al Estado para corregir las externalidades. En su artículo, Coase comenzó con el ejemplo de un médico cuya capacidad para examinar a sus pacientes se veía mermada por el ruido de la maquinaria de un confitero que trabajaba en el edificio contiguo. Históricamente, la opinión de los economistas y de los juristas sobre este tipo de situación era sencilla y clara: el ruido del confitero estaba perjudicando al médico y debería impedírsele hacerlo.

La idea clave de Coase consistía en que esta opinión pasaba totalmente por alto la naturaleza *recíproca* del problema. Es cierto que el ruido del confitero perjudicaba al médico, pero si quisiéramos impedirle hacerlo, le perjudicaríamos, pues, al fin y al cabo, hacía ruido, pero no para perjudicar al médico sino para ganarse la vida. En este tipo de si-

tuciones, una persona sale perjudicada, independientemente de lo que ocurra. El hecho de que el daño que causa el ruido al médico sea mayor que el daño que se causaría al confitero si se le prohibiera trabajar es una cuestión empírica. Según Coase, a ambas partes les interesaba evitar el peor de estos dos resultados desagradables.

La visión que se tenía anteriormente de las externalidades bajo la influencia de Pigou creó una tradición jurídica en la cual el confitero era declarado responsable, por lo general, de los daños que pudiera causar su ruido al médico. Empero, según Coase, si el médico y el confitero pudieran negociar sin incurrir en costo alguno, se obtendría el resultado más eficiente, independientemente de que el confitero fuera responsable. En el siguiente apartado se presenta la exposición clásica del Teorema de Coase a través de otro ejemplo.

B. EXPLICACION CLASICA: CONTAMINACION Y LOS PERJUDICADOS

Múltiples comentaristas formulan y explican el Teorema de Coase de manera diferente utilizando ejemplos diversos. El presente trabajo se basa en la explicación proporcionada por el abogado-economista norteamericano, A. Mitchell Polinsky, cuyo libro sobre el tema se usa generalmente en las facultades de derecho más importantes de Estados Unidos⁵⁶. Consideramos que hay una fábrica cuyos humos causan daños a las prendas de ropa que cuelgan para secar en el exterior de sus viviendas cinco habitantes de las proximidades. Si no se introduce ninguna medida correctiva, cada uno de estos individuos sufrirá daños por un valor de U.S. \$ 75,00, con un total de U.S. \$ 375,00. Estos daños causados por el humo podrían eliminarse por dos formas posibles: 1) instalando un filtro depurador en la chimenea de la fábrica, a un costo de U.S. \$ 150,00; o 2) proporcionando a cada uno de los perjudicados una secadora eléctrica, a un costo de U.S. \$ 50,00 cada una. La solución eficiente es, sin lugar a dudas, instalar un filtro depurador en la chimenea, dado que con ello se eliminan daños totales que

⁵³ Véase Juan TORRES LOPEZ, *op. cit.*, p. 22.

⁵⁴ R. FRANK, *Microeconomía y Conducta*, p. 702 (decimacuarta edición, 1995).

⁵⁵ *Ibidem*.

⁵⁶ A. Mitchell POLINSKY, *Introducción al Análisis Económico del Derecho*, p. 23 (Barcelona, 1985).

equivalen a U.S. \$ 375,00, con un desembolso de solo U.S. \$ 150,00, y eso es más barato que comprar cinco secadoras por U.S. \$ 250,00.

1. Costos de transacción cero

Lo que Ronald Coase planteó fue si se produjera el resultado eficiente en el caso de que se atribuyese a los perjudicados el derecho a aire puro o si se asignase a la fábrica el derecho a contaminar. Si existiera un derecho a gozar de aire puro, la fábrica tendría tres soluciones: 1) contaminar y pagar U.S. \$ 375,00 de indemnización; 2) instalar un filtro depurador por U.S. \$ 150,00; o 3) comprar cinco secadoras para los perjudicados, con un costo total de U.S. \$ 250,00. No hay duda que la fábrica instalaría el filtro, la solución eficiente. Si, por otro lado, existiera el derecho a contaminar por parte de la fábrica, los perjudicados tendrían tres soluciones: 1) sufrir daños colectivos de U.S. \$ 375,00; 2) comprar cinco secadoras por U.S. \$ 250,00; o 3) comprar un filtro depurador para la fábrica, por U.S. \$ 150,00. Los perjudicados también comprarían el filtro depurador, puesto que con ello se eliminan unos daños totales de U.S. \$ 375,00, con un desembolso de sólo U.S. \$ 150,00 y eso es más barato que comprar cinco secadoras por U.S. \$ 250,00.

En otras palabras, la solución eficiente se adoptaría independientemente de la asignación de la titularidad del derecho bajo tales circunstancias. En este ejemplo se presuponia implícitamente que los perjudicados podrían reunirse y negociar con la fábrica, sin costos. En la terminología de Coase, se denomina a esto la hipótesis de los *costos de transacción cero*. En general, los costos de transacción incluyen los costos de identificación de las partes con las que uno ha de tratar, los costos que implica el reunirse con dichas partes, los costos del proceso de negociación en sí y los costos de la puesta en práctica de cualquier acuerdo al que se llegue. Teniendo en cuenta esta definición general, se expone ya la versión sencilla del Teorema Coase: *si los costos de transacción son cero, se producirá el resultado eficiente con independencia de la norma atributiva de derechos elegida*.

Cabe recalcar que no obstante que la elección de la norma jurídica no afecte al logro de la solución *eficiente* cuando los costos

de transacción son cero, afecta necesariamente a la distribución *equitativa* de la renta. Si los perjudicados tuviesen el derecho a gozar de aire puro, la fábrica pagaría U.S. \$ 150,00 por el filtro depurador, mientras que si la fábrica tuviera el derecho a contaminar, los perjudicados pagarían el filtro. Así, la elección de la norma jurídica redistribuye la renta en la cuantía de la solución de menor costo al conflicto.

2. Costos de transacción positivos

La hipótesis de costos de transacción cero es, evidentemente, irreal en muchas situaciones conflictivas. Como mínimo, las partes involucradas en un litigio normalmente han de dedicar tiempo y dinero a reunirse para tratar de resolver la controversia. Para ver las consecuencias de los costos de transacción positivos, supongamos en el caso anterior que a cada perjudicado le cuesta U.S. \$ 60,00 reunirse con los otros afectados, con un total de U.S. \$ 300,00, debido, por ejemplo, a costos de transporte y al valor asignado al tiempo. Si los perjudicados tienen el derecho a gozar de aire puro, la fábrica se enfrenta de nuevo a la disyuntiva: 1) pagar la indemnización correspondiente de U.S. \$ 375,00; 2) comprar un filtro depurador de humos para la chimenea por U.S. \$ 150,00; o 3) comprar cinco secadoras para los perjudicados por U.S. \$ 250,00. La fábrica compraría de nuevo el filtro depurador, la solución eficiente, porque, otra vez, un desembolso de sólo U.S. \$ 150,00 para el filtro es más barato que comprar cinco secadoras por un total de U.S. \$ 250,00.

Si, por otro lado, la fábrica tuviera el derecho a contaminar, cada uno de los perjudicados habría de decidir entre las siguientes tres opciones: 1) arrostrar la pérdida de U.S. \$ 75,00 (con un total de U.S. \$ 375,00 para todos); 2) comprar una secadora por U.S. \$ 50,00 (con un total de U.S. \$ 250,00 para todos); o 3) reunirse con los demás por U.S. \$ 60,00 (con un total de U.S. \$ 300,00 entre todos) para comprar entre sí mismos un filtro por U.S. \$ 150,00. Es evidente cada uno de los perjudicados elegiría bajo estas circunstancias comprar una secadora, una *solución ineficiente*, en virtud que los costos totales de reunirse (U.S. \$ 300,00), más el costo del filtro (U.S. \$ 150,00), son mayores que el costo total de las secadoras (U.S. \$ 250,00). Así,

dados los costos de transacción descritos, el derecho a gozar de aire puro es eficiente, mientras que el derecho a contaminar no.

Es importante entender que en el presente ejemplo las respectivas normas jurídicas de preferencia minimizarán los efectos de los costos de transacción en el sentido siguiente. Dado el derecho a gozar de aire puro, la fábrica tendrá que decidir entre tres opciones: 1) pagar una indemnización; 2) instalar un filtro depurador; o 3) comprar cinco secadoras. En virtud de que la fábrica no necesita reunirse con los perjudicados para decidir qué hacer, no tienen efecto alguno los costos de transacción considerados (los costos para los residentes de reunirse). En cambio, dado el derecho a contaminar en favor de la fábrica, los residentes habrán de decidir qué hacer. Puesto que los residentes se ven inducidos a elegir una solución ineficiente para evitar el costo de reunirse, los costos de transacción tendrán una incidencia.

Por ende, se resume la versión más complicada del Teorema de Coase así: *si existen costos de transacción positivos, la solución eficiente no podrá producirse con independencia de la norma jurídica elegida. En estas circunstancias, la norma preferible es aquella que reduce al mínimo los efectos de los costos de transacción.* Estos efectos incluyen la producción real de los costos de transacción y las elecciones ineficientes efectuadas por los perjudicados provocadas por un deseo de evitar los costos de transacción que resultan de cualquier negociación⁵⁷.

Si bien la versión simple del Teorema de Coase formula una hipótesis irreal respecto de los costos de transacción, proporciona un medio práctico de empezar a pensar en problemas jurídicos, por que sugiere los tipos de transacciones que habrán de darse según cada norma jurídica para que esa norma fuese

eficiente. Una vez determinadas esas transacciones necesarias, se haría patente que, con hipótesis más realistas sobre los costos de transacción, una norma legal sería claramente preferible a otra, por razones de eficiencia. La versión más complicada del Teorema de Coase proporciona una vía para elegir normas jurídicas en esta situación. Todos los supuestos investigados en el presente trabajo acerca de las normas chilenas y estadounidenses, las cuales prohíben el uso de la información privilegiada, pueden enfocarse de este modo, a pesar de que algunos se ajusten de modo más natural que otros al esquema coasiano.

C. RESUMEN DEL TEOREMA DE COASE: VERSION POSITIVA Y NORMATIVA

El artículo clásico de Coase fue objeto de una gran controversia tras su publicación. Muchos creían que afirmaba que el Estado no desempeñaba papel real alguno en la resolución de los problemas relacionados con la contaminación, el ruido y las demás externalidades negativas. Según esta interpretación, parecía que el mensaje de Coase era que si el Estado se abstendía de intervenir, los individuos siempre hallarían por su cuenta una solución eficiente. Empero, el mismo Coase afirmaba muy claramente que esta conclusión sólo era válida en un mundo en el que las partes pudieran negociar incurriendo en un costo relativamente bajo.

Coase admitía plenamente que había numerosas externalidades importantes en las que no se satisfacía este supuesto. Para empezar, toda negociación requiere tiempo y energía, y cuando los beneficios potenciales son pequeños, puede darse el caso de que no merezca la pena. Además existen situaciones en las que el único contaminador causa daños a un gran número de personas. Negociar con grandes grupos es inherentemente difícil y costoso, y todos los miembros del grupo tienen poderosos incentivos para no pagar estos costos. Otro grave obstáculo para negociar es el problema que plantea el reparto del excedente económico. En todo caso, puesto que aun el Comité del Premio Nobel no entendía bien el Teorema de Coase por mucho tiempo, el economista-abogado norteamericano tuvo que esperar más de treinta años para ganar su Premio Nobel de Economía.

⁵⁷ Las consecuencias distributivas en términos de equidad de las normas legales son más complicadas cuando existan costos de transacción. No se cumple ya, como cuando había costos de transacción cero, el que la elección de la norma redistribuya la renta en la cuantía de la solución de menor costo. En el ejemplo anterior, si los perjudicados tuvieran el derecho a gozar de aire puro, la fábrica pagaría U.S. \$ 150,00 por el filtro depurador, mientras que si la fábrica tuviera el derecho a contaminar, los residentes pagarían U.S. \$ 250,00 por cinco secadoras.

No obstante la falta de entendimiento en la comunidad internacional por tres décadas, el Teorema de Coase se reduce a dos preceptos fundamentales. En primero lugar, la versión *positiva* del Teorema de Coase establece que los litigantes involucrados en un conflicto sobre los derechos de propiedad pueden negociar entre ellos la solución más eficiente –al evitar el aparato legal y judicial– siempre y cuando existan dos condiciones claves: 1) que los costos de transacción de las negociaciones privadas sean cero; y 2) que la asignación de los derechos, obligaciones y responsabilidades de las partes sea bien delimitada⁵⁸. En otras palabras, las fuerzas del mercado, es decir, la operación de las condiciones de la oferta y la demanda (v.g. *la mano invisible* de Adam Smith), en vez del sistema legal, permitirán a las partes llegar a la solución más ventajosa desde la perspectiva económica, independientemente de la norma legal existente, o independientemente de quién sea responsable jurídicamente de los daños.

Alternativamente, la aplicación *normativa* del Teorema de Coase dispone que si los costos de transacción de las negociaciones privadas son altos o prohibitivos (ejem. muchas partes involucradas), o si los derechos, obligaciones y responsabilidades legales entre los particulares son mal especificados, entonces el Estado debe intervenir para “lubricar” el proceso de negociación entre ellos⁵⁹.

⁵⁸ Los costos de transacción de las negociaciones entre los privados son normalmente muy bajos, y la asignación de los derechos, obligaciones y responsabilidades de las partes es usualmente bien delimitada en las siguientes circunstancias: 1) bienes y servicios estandarizados; 2) derechos muy específicos; 3) pocas personas desconocidas involucradas en las negociaciones; 4) buen ambiente negociador; 5) conocimiento entre los negociadores; 6) comportamiento razonable; 7) intercambios inmediatos; 8) contingencias; 9) bajo costo de monitoreo; y 10) castigos de bajo costo. Véase Robert COOTER, Thomas ULEN, *op. cit.*, p. 86.

⁵⁹ En términos generales, los costos de transacción de las negociaciones privadas son altos o prohibitivos, y, en su caso, los derechos, obligaciones y responsabilidades legales de las partes son mal especificados en las siguientes circunstancias: 1) bienes y servicios únicos; 2) derechos complejos o múltiples; 3) muchas personas desconocidas involucradas en las negociaciones; 4) mal ambiente negociador; 5) poco conocimiento entre

En este contexto, el Estado debe promulgar una ley o una norma jurídica cuyo efecto es reducir los costos de transacción de las negociaciones privadas o aclarar la asignación de los derechos, obligaciones y responsabilidades legales entre las partes, con la finalidad de facilitar el proceso negociador. Así, la aplicación normativa del Teorema de Coase puede fomentar la adopción de transacciones extrajudiciales eficientes entre los particulares.

En un artículo recientemente publicado por la *American Bar Association* de los Estados Unidos, en el cual se analizó la ley estadounidense, *Helms-Burton*, a la luz de la aplicación normativa del Teorema de Coase, se llegó a la siguiente conclusión:

“Como consecuencia, de manera congruente con la aplicación *normativa* del Teorema de Coase, el Título III de *Helms-Burton*, en combinación con el Título IV, establece un mecanismo de ejecución procesal, el cual obliga al gobierno de [Fidel] Castro o a los compradores extranjeros de la propiedad confiscada [por Fidel Castro en 1959] a indemnizar a los dueños norteamericanos legítimos, en conformidad al Derecho Internacional. De esta manera, *Helms-Burton* ha reducido los costos de transacción explicados en las líneas anteriores y, al mismo tiempo, ha aclarado la asignación de los derechos, obligaciones y responsabilidades legales existentes bajo el Derecho Internacional. Por lo tanto, *Helms-Burton*, al igual de la Regla 23 del Código Federal de Procedimiento Civil [de los Estados Unidos], permite facilitar negociaciones privadas y transacciones extrajudiciales entre los dueños legítimos de la propiedad expropiada [por Fidel Castro sin indemnización] y los compradores extranjeros, con el resultado de lograr una *indemnización justa* por la propiedad privada confiscada [por Castro en 1959]... La transacción extrajudicial recién entre STET, una empresa italiana muy impor-

los negociadores; 6) comportamiento irracional; 7) intercambios a lo largo de tiempo; 8) falta de contingencias; 9) alto costo de monitoreo; y 10) castigos de alto costo. Véase Robert COOTER, Thomas ULEN, *op. cit.*, p. 86.

tante en el sector de telecomunicaciones, y la International Telephone and Telegraph Corporation ("IT&T"), una empresa estadounidense, ilustra la validez económica de *Helms-Burton* a la luz del Teorema de Coase. Véase <http://www.CNN.es/Español.com> (16 de enero de 1998). STET indemnizó a IT&T, porque *Helms-Burton* establece un mecanismo eficaz de ejecución procesal (v.g., la puesta en práctica actual del Título IV y la aplicación potencial del Título III), el cual aclara el criterio legal aplicable en conformidad con el Derecho Internacional...⁶⁰

Por ende, 1) si existe alguna falla del mercado en la forma de una externalidad negativa –por ejemplo, la falta de información suficiente en los mercados de valores–, 2) si los costos de transacción de las negociaciones privadas son bajos, y 3) si los derechos, obligaciones y responsabilidades legales de las partes son bien establecidos y claros, entonces el Estado no debe intervenir de ninguna forma en el mercado, mediante la promulgación de una norma legal o juicio, para corregir la falla. La mano invisible de Adam Smith bajo estas circunstancias es más que suficiente para permitir que los particulares mismos solucionen su propio problema. En cambio, si los costos de transacción de las negociaciones privadas son muy altos, o si los derechos, obligaciones y responsabilidades legales entre los particulares son mal especificados, entonces el Estado debe aprobar una ley, con el fin de facilitar el proceso negociador entre los particulares.

D. APLICACION PRACTICA DEL TEOREMA DE COASE: EXIGIBILIDAD DEL DERECHO A TRAVES DE SANCIONES

En su análisis y extensión del Teorema de Coase en el contexto de evaluar las sanciones más eficientes para castigar violaciones de las normas comerciales y civiles, Gary S. Becker, en su artículo que también ganó un

⁶⁰ Craig R. GIESZE, *Helms-Burton in Light of the Common Law and Civil Law Legal Traditions: Is Legal Analysis Alone Sufficient to Settle Controversies Arising under International Law on the Eve of the Second Summit of the Americas?*, Vol. 32, N° 1., *ABA INT'L LAWYER* 85, n.189 (Spring 1998).

Premio Nobel de Economía, llegó a la conclusión sorprendente de que una multa es superior, en términos de eficiencia, a la sanción de la cárcel:

"Si los individuos son neutrales al riesgo, el sistema eficiente de exigibilidad de la ley es aquel en el que la multa sea lo mayor posible –igual a la fortuna de los individuos cuyo comportamiento se requiere controlar. Esto facilita el que la necesaria probabilidad de detección sea muy pequeña, a fin de ahorrar costos de ejecución. Adviértase que la razón de este resultado no depende de la magnitud de los costos impuestos a otros por la actividad perjudicial. Así, por ejemplo, si cierta actividad impusiese sólo un costo de un dólar a otros, seguiría siendo eficiente utilizar una multa lo mayor posible (10.000 dólares, por ejemplo), a fin de lograr la disuasión óptima con el menor gasto posible en la ejecución"⁶¹.

Es evidente que este resultado no es indicativo de la política de ejecución que suele seguirse actualmente en los Estados Unidos y en América Latina. Rara vez se multa a los individuos, nunca en realidad, en una cuantía que se aproxime a su fortuna, sobre todo por actividades que se impone costos relativamente pequeños a otros. Aunque no hay nada erróneo, desde el punto de vista lógico en el argumento precedente, se basa en un supuesto, es decir, la neutralidad al riesgo, que no es probable que sea correcto si la multa es tan alta como la fortuna de los individuos cuya conducta se controla.

Por otro lado, suponiendo que los ciudadanos sí tuvieran aversión al riesgo, Gary Becker llegaría a la conclusión alternativa de que el sistema eficiente de exigibilidad de la ley es aquel en que la multa no fuese, en general, lo más alta posible y la probabilidad de detección no fuese, en general, tan baja como lo sería si los individuos fuesen neutrales al riesgo. Esto se debe a que el ahorro en costos de ejecución derivado de utilizar una multa elevada y una probabilidad reducida debe compensarse con el riesgo mayor que se

⁶¹ Gary S. BECKER, "Crime and Punishment: An Economic Approach", 76 *J. Pol. Econ.*, vol. 76, 1968, pp. 169 y ss.

impone a aquellos individuos para los que es eficiente realizar la actividad perjudicial: "Así, la probabilidad óptima de detección y la multa dependen de cuánto descendan los costos de ejecución cuando la probabilidad de detección disminuya y hasta qué punto tengan aversión al riesgo los individuos relevantes"⁶².

Un supuesto importante del análisis de Gary Becker es que, a veces, es eficiente para ciertos individuos realizar la actividad perjudicial. Esto parece ser un supuesto razonable en lo que se refiere al uso de la información privilegiada. No obstante, hay otras actividades perjudiciales, en las que los beneficios derivados de su realización nunca (o casi nunca) son superiores a los costos que imponen a otros. Por ejemplo, esto podría aplicarse, en general, a la mayoría de las actividades clasificadas como delitos graves, tales como el homicidio, ciertas agresiones a la integridad física de las personas o el conducir en estado de ebriedad. Para estos tipos de actividades, el número óptimo de individuos que participen en ellas es cero. Si la disuasión fuese eficaz, nadie participaría en la actividad y, en consecuencia, nadie soportaría el riesgo que la multa pudiese crear. De esta manera, según Becker, el sistema óptimo de exigibilidad de la ley bajo estas circunstancias sería aquel en que la multa fuese lo más alta posible, y la probabilidad de detección fuese correspondientemente reducida.

En virtud de lo anterior, Gary Becker sostuvo que la política superior para el Estado como regla general es alcanzar una probabilidad relativamente baja de detección de un delito y una multa relativamente elevada, con el objeto de ahorrar costos de ejecución o administración:

"Es evidente que en la práctica hay individuos que realizan este tipo de actividades perjudiciales. Pero el principio general de este análisis es, sin embargo, válido. Cuanto menor sea el número de individuos que obtengan de la realización de una actividad perjudicial beneficios superiores a los costos impuestos a otros, menor deberá ser la probabilidad óptima de detección y más alta la multa óptima.

Aunque se imponga un riesgo a los individuos que realicen la actividad, los costos totales de soportar el riesgo serán relativamente pequeños, dado que hay pocos individuos de este género. *Es por tanto deseable utilizar una probabilidad relativamente baja de detección y una multa relativamente elevada, con objeto de ahorrar costos de ejecución*"⁶³.

El análisis de Gary Becker demuestra que una multa muy alta casi siempre es superior, en términos de eficiencia, que el castigo de la cárcel para sancionar los delitos de cuello blanco, incluyendo el uso indebido de la información privilegiada, porque esta última sanción implica enormes costos de administración y mantenimiento. Los resultados empíricos presentados en el libro, *Law and Economics*, recientemente publicado por los economistas estadounidenses, Robert Cooter y Thomas Ulen, demuestran la eficiencia de la aplicación de multas altas, en vez de la cárcel, para castigar los delitos de cuello blanco, incluyendo el uso indebido de la información privilegiada:

"Cuando una disminución en la probabilidad de detectar un delito [ejem. desde 50% a 10%] es igual al aumento en la magnitud del castigo [reemplazar la cárcel con una multa], entonces el costo esperado de un delito se queda igual para los reos. Pero los costos administrativos del Estado pueden cambiar. La probabilidad de ser atrapado y condenado depende en gran parte de los recursos que se asignen para detectar, arrestar y enjuiciar a los reos de delitos de cuello blanco —por ejemplo, del número y la calidad de auditores, peritos tributarios, fiscales, abogados, policía y los demás. Estos recursos cuestan mucho. En cambio, la puesta en práctica de multas es relativamente barata. Estos hechos implican... invertir poco en la detección y el enjuiciamiento de los infractores, pero multar severamente a los individuos atrapados. Se puede mostrar que se multaría el delito más grave hasta una cantidad igual a la fortuna de los individuos cuyo comportamiento se requiere controlar. (El profesor Gary Becker llegó a esta conclusión en su famoso ar-

⁶² A. Mitchell POLINSKY, *Introducción al Análisis Económico del Derecho*, p. 99 (Barcelona, 1985).

⁶³ A. Mitchell POLINSKY, *op. cit.*, p. 100.

tículo citado por el Comité del Premio Nobel...) *Además, se puede demostrar que la sanción de la cárcel es ineficiente, a menos de que el Estado haya agotado completamente la opción de multas...*

Los costos sociales de la cárcel incluyen los costos directos del edificio, mantenimiento, trabajadores y el costo de oportunidad de perder la productividad de las personas encarceladas. Con respecto a los costos directos, se estima que el costo es entre U.S. \$ 20.000,00 y U.S. \$ 30.000,00 por año para mantener un reo en una cárcel de alta seguridad en los Estados Unidos. Encarcelando a más personas por más tiempo no es, tal vez, la manera más eficiente para reducir el número de delitos... Adviértase que se usan multas más en Europa occidental y la cárcel como método de castigo en los Estados Unidos... La multa típica en los Estados Unidos es una multa fija, independiente de la fortuna del individuo, con multas máximas codificadas en las leyes penales. En cambio, muchos países europeos combinan el uso de una multa fija con una multa adicional (llamada "multa del día") que se calcula de acuerdo al ingreso del individuo culpable"⁶⁴.

Por lo tanto, una multa muy alta, en vez de encarcelación, es la sanción eficiente y preferible de los economistas para hacer cumplir con la exigibilidad de las leyes penales que regulan los delitos de cuello blanco. De esta forma, congruente con los estudios de Gary Becker, Robert Cooter y Thomas Ulen, el Estado debe contemplar disminuir sus gastos de ejecución para regular ciertos delitos, sin sacrificar la disuasión óptima, reduciendo la probabilidad de detección, pero, al mismo tiempo, aumentando la multa proporcionalmente. En virtud de que una multa muy alta casi siempre es superior que el castigo de la cárcel en términos de la eficiencia, cualquier Estado, incluyendo el gobierno de la República de Chile y los Estados Unidos, debe reexaminar todas sus sanciones penales por los delitos de cuello blanco, tales como el uso indebido de la información privilegiada, el fraude tributario, el fraude aduanero y los demás.

⁶⁴ Véase Robert COOTER, Thomas ULEN, *op. cit.*, pp. 4-5, 420-24.

IV. ESTABLECIMIENTO DEL MARCO JURÍDICO-ECONÓMICO PARA EVALUAR LAS NORMAS CHILENAS Y ESTADOUNIDENSES REGULANDO EL USO DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA A LA LUZ DEL TEOREMA DE COASE

A. ANALISIS ECONOMICO COASIANO: ¿APLICACION POSITIVA O NORMATIVA?

Como se explicó anteriormente, la versión positiva del Teorema de Coase dispone que el Estado no debe intervenir por medio de una norma legal para resolver un conflicto sobre los derechos de propiedad, sino debe dejar que los particulares mismos solucionen su propia controversia a través de las negociaciones privadas, siempre y cuando los costos de transacción de las negociaciones sean muy bajos o cero, y los derechos, obligaciones y responsabilidades de las partes sean bien establecidos. En otras palabras, no es necesario que el Poder Legislativo de un país apruebe ninguna norma legal bajo estas circunstancias para regular la conducta en cuestión, porque los particulares mismos son capaces de resolver cualquier disputa que surja entre ellos⁶⁵. Como consecuencia, si la nego-

⁶⁵ Esta explicación del Teorema de Coase se parece mucho al principio chileno de la subsidiariedad económica. Por regla general, el Estado debe abstenerse de intervenir en aquellas actividades económicas que los particulares puedan desarrollar por sí mismos de manera satisfactoria, de acuerdo con el principio de la subsidiariedad económica. De hecho, el inciso primero del artículo 19 N° 21 de la Constitución Política de la República de Chile (en adelante, la "Constitución") consagra el principio de la autonomía de la voluntad de los particulares y así garantiza a todas las personas en Chile el derecho constitucional a desarrollar cualquier actividad económica que no sea contraria a la moral, al orden público o a la seguridad nacional y que respete las normas legales que la regulen. No obstante, existen ciertas circunstancias de carácter excepcional y de interés general bajo las cuales la intervención del Estado en la actividades de las sociedades menores sea necesaria, siempre y cuando dicha intervención cumpla con las siguientes condiciones: (a) que se trate de actividades, fines o bienes particulares o específicos claramente convenientes para el bien común general; (b) que los particulares, a través de sus sociedades intermedias, no estén logrando en un nivel adecuado dichos fines o bienes particulares, o no exista en dicha área presencia alguna de particulares; y (c) que el Estado haya agotado lealmente todo su es-

ciación entre las partes es una opción factible en el contexto del uso indebido de la información privilegiada, entonces no es necesario, desde el punto de vista de la eficiencia económica, que Chile o Estados Unidos tenga normas legales al respecto.

El sentido común y los hechos empíricos demuestran, empero, que la versión positiva del Teorema de Coase no puede aplicarse a los conflictos que surjan por el uso ilícito de la información privilegiada. En particular, las negociaciones potenciales entre los *insiders* y los *outsiders* requerirían una enorme cantidad de tiempo y energía, con el resultado de que los beneficios potenciales para cada *outsider* sean muy pequeños. Además, negociar con múltiples compradores de las acciones de las sociedades anónimas abiertas, ubicados en varios puntos de Chile y en el extranjero, sería inherentemente difícil y costoso. Finalmente, la información privilegiada es un "bien único", el cual sufre de definiciones confusas, derechos mal especificados, altos costos de monitoreo y poco conocimiento de su verdadera naturaleza⁶⁶.

fuerzo para que los particulares asuman tales actividades. Una vez producida la intervención económica estatal, nacen ciertas obligaciones con las cuales el Estado debe cumplir, tales como la acción estatal subsidiaria deberá ser leal, temporal y deberá ejercerse de la manera más descentralizada posible. Además el Estado debe retirarse y cesar su intervención en el momento mismo en que los particulares asuman las actividades subsidiarias en un nivel compatible y aceptable para el bien común general. Todos dichos principios de la subsidiariedad se encuentran codificados implícitamente en el artículo primero, incisos tercero y cuarto, de la Carta Fundamental, y en los artículos segundo y tercero de la Ley N° 18.575, Ley Orgánica Constitucional de Bases Generales de la Administración del Estado. Véanse BULNES ALDUNATE, Luz, "El Derecho a desarrollar cualquier actividad", en *Revista de Derecho Público*, N° 37-38, 1985, 149-165, 1985; *Constitución Política de la República de Chile* (1980); FERMANDOIS, Arturo, "Notas sobre el Principio de Subsidiariedad, Año Académico 1997"; YRARRAZAVAL, Arturo, "Principios económicos de la Constitución de 1980", en *Revista Chilena de Derecho*, Volumen 14, de 1987.

⁶⁶ Véanse Robert COOTER, Thomas ULEN, *op. cit.*, p. 86 (explicando que la existencia de los siguientes obstáculos impiden la realización de negociaciones entre los particulares: 1) bienes y servicios únicos; 2) derechos complejos, múltiples o mal especificados; 3) muchas personas desconoci-

Por todas estas razones, los costos de transacción de cualquier negociación privada, en el contexto del uso indebido de la información privilegiada, serían demasiado altos. Consecuentemente, las negociaciones privadas no se efectuarían, y las partes por su propia cuenta no serían capaces de resolver los conflictos que surjan al respecto. Por ende, de acuerdo con la versión normativa del Teorema de Coase, la intervención gubernamental por parte de Chile y los Estados Unidos, mediante la codificación de normas especiales, para regular el uso ilícito de la información privilegiada, es, en principio, eficiente. No obstante, se debe determinar, al mismo tiempo, si estas reglas nacionales cumplen también con el propósito normativo de Coase —o sea, que las normas "lubrican" el proceso de negociación entre los particulares— antes de llegar a la conclusión definitiva de que las reglas chilenas y estadounidenses son congruentes o compatibles con el criterio de la eficiencia.

B. CRITERIO APLICABLE BAJO LA VERSION NORMATIVA DEL TEOREMA DE COASE: ¿EFICIENCIA, EQUIDAD O JUSTICIA?

¿Debería ser la eficiencia el único criterio utilizado para valorar las normas jurídicas en materia de la información privilegiada, o debería tenerse en cuenta también la equidad y la justicia? La respuesta a esta pregunta en cuanto a la equidad es bastante fácil; de manera categórica, la equidad *no* debe ser un criterio aplicable para evaluar las normas legales que regulan el uso de la información privilegiada. La respuesta en cuanto a la justicia es más problemática, dado que la conclusión analítica depende de las circunstancias peculiares del caso particular.

Como se explicó en un apartado anterior, en el campo económico, la equidad tiene por objeto primordial la redistribución de la riqueza y la renta y la eliminación de la discriminación en los mercados, otorgando un trato igual para todos los miembros de una sociedad en cuanto a sus ingresos, impuestos, precios y las demás variables económicas⁶⁷.

das involucradas en las negociaciones; 4) poco conocimiento entre los negociadores; y 5) altos costos de monitoreo).

⁶⁷ Paul A. SAMUELSON, William D. NORDHAUS, *op. cit.*, pp. 49, 186.

Existe un consenso en la comunidad económica de que la política más eficiente para efectuar la redistribución de la riqueza y la renta es recurrir a los impuestos y las transferencias (subsidios) dependientes de los ingresos⁶⁸.

En cambio, como explica A. Mitchell Polinsky, es muy difícil, "y hasta imposible, utilizar el sistema jurídico para redistribuir la renta"⁶⁹. Una consideración suplementaria de decidir si usar o no el sistema jurídico para fomentar la equidad distributiva es la "precisión" de la redistribución conseguida mediante las normas jurídicas. Las normas legales no podrán redistribuir la renta de forma sistemática, a menos que el *status* de las partes de un determinado tipo de *litigio* se corresponda estrechamente con los grupos entre los cuales se desea redistribuir. Por ejemplo, en los juicios por el uso indebido de la información privilegiada, los cuales afectan principalmente a los directores, gerentes y administradores (*insiders*), por un lado, y los compradores de las acciones de sus sociedades anónimas abiertas (*outsiders*), por el otro, no existe, probablemente, una estrecha correspondencia entre la renta de una parte y el hecho de que dicha parte sea director o comprador de acciones. Quizá sea más probable que las personas con rentas más elevadas sean los directores y administradores (*insiders*) que los compradores de acciones (*outsiders*), pero hay, sin duda, *insiders* de bajos ingresos en términos relativos y compradores de acciones de ingresos elevados.

Aun suponiendo una estrecha correspondencia entre el *status* de las partes de un cierto tipo de litigio, y los grupos entre los que se desea redistribuir la riqueza o la renta, las normas jurídicas no podrían ser capaces de lograr una redistribución de modo tan sistemático como con un sistema de impuestos sobre la renta y las transferencias (subsidios) posteriores. La razón es, sencillamente, que la redistribución a través del sistema jurídico sólo puede producirse cuando surge un litigio, "y no todos lo que están situados en un nivel de renta dado se verán afectados por un litigio"⁷⁰.

"Por ejemplo, aunque los productos de una industria contaminante son consumidos exclusivamente por individuos ricos y las víctimas de la contaminación son todas pobres, no todo rico comprará necesariamente ese artículo y no todo pobre vivirá cerca de una fábrica que lo produzca. Así, la norma jurídica utilizada para controlar el litigio de la contaminación redistribuirá la renta, en el mejor de los casos, de un subgrupo de un nivel de rentas a un subgrupo de otro. En general, pues, el sistema jurídico no es tan preciso como el sistema fiscal para redistribuir la renta entre niveles de ingreso"⁷¹.

Además la redistribución equitativa de la renta es, en general, costosa, ya se realice a través del sistema fiscal y el de transferencias, ya a través del sistema jurídico. No obstante, se ha demostrado que la elección de las normas jurídicas debería basarse principalmente en consideraciones de eficiencia en vez de equidad. Simplemente dicho, las normas son menos precisas que los impuestos y las transferencias como medios de redistribuir la renta y pueden ser más costosas. A. Mitchell Polinsky corrobora este análisis de la siguiente manera:

"En litigios en los que las partes se hallen en una relación contractual o de mercado (como en los ejemplos de incumplimiento contractual y responsabilidad del fabricante) la eficiencia debería ser, normalmente, el único criterio, porque es muy difícil, imposible incluso, redistribuir la renta. En litigios en los que las partes sean, en concreto o de hecho, ajenas al vínculo contractual (como en los casos de... accidente de automóvil y control de la contaminación) puede propiciarse la distribución equitativa de la renta a través del sistema jurídico, pero normalmente esto puede lograrse mejor a través del sistema fiscal y el de transferencias. Así la eficiencia debería ser, en general, el criterio primordial para valorar las normas jurídicas"⁷².

¿Se puede llegar a la misma conclusión categórica con respecto a la justicia? A dife-

⁶⁸ Paul A. SAMUELSON, William D. NORDHAUS, *op. cit.*, p. 186.

⁶⁹ A. Mitchell POLINSKY, *op. cit.*, p. 127.

⁷⁰ A. Mitchell POLINSKY, *op. cit.*, p. 130.

⁷¹ *Ibidem.*

⁷² A. Mitchell POLINSKY, *op. cit.*, p. 132.

rencia de la cuestión eficiencia-equidad, la problemática eficiencia-justicia merece otro tipo de análisis. Las normas jurídicas contemporáneas, las cuales también emanan originalmente del Derecho Natural, no pueden hacer caso omiso a los principios morales, religiosos y políticos de muchos siglos anteriores, tales como la buena fe, la ética, la honestidad y la transparencia, así como el *Contrato Social* de John Locke y de Jean-Jacques Rousseau. Sin embargo, de manera compatible con el análisis de Gary Becker en un apartado anterior (verbigracia, multas son superiores a la cárcel como sanción), la justicia debe desempeñar un papel determinante en los siguientes casos: 1) cuando el pago de dinero a través de una multa no sea suficiente para indemnizar a las partes que sufran los daños por el uso indebido de la información privilegiada; 2) cuando la multa perjudique a una persona o personas relacionadas (ejem. familia) al infractor, y estas personas no tengan ningún contacto con la información privilegiada; o 3) cuando la multa no sea tan elevada para disuadir al infractor de cometer otras violaciones en el futuro.

Asimismo, como se demostrará más adelante, según el ilustre juez estadounidense Richard A. Posner, las normas actuales sobre la información privilegiada eliminan parcialmente los incentivos para los directores y administradores más productivos, lo cual crea una distorsión en el funcionamiento eficaz de los mercados de valores⁷³. Por otro lado, los economistas Cooter y Ulen señalan que las reglas contemporáneas no reconocen que la naturaleza económica de la "información" en sí misma se parece mucho a un "bien público", el cual no se produce en cantidades suficientes por los mercados privados si no existen los incentivos adecuados⁷⁴. Por lo tanto, existe la posibilidad de que las normas actuales hayan eliminado, en ciertos casos, los incentivos individuales de algunos directores o administradores, para divulgar al público cierta información valiosa que ellos mismos hayan creado o que puedan crear, en virtud de que no pueden gozar individualmente, hasta lo máximo, de los frutos de su propia labor.

Por estas circunstancias especiales, se llega a la conclusión de que la eficiencia debe ser el criterio primordial para valorar las normas jurídicas en materia de la información privilegiada. No obstante, en los casos mencionados en las líneas anteriores, la justicia debe desempeñar un papel supletorio, logrando así el estado de la *justicia eficiente* en controversias comerciales.

V. ANÁLISIS ECONÓMICO NORMATIVO DE LA LEGISLACIÓN CHILENA Y ESTADOUNIDENSE CONTROLANDO EL USO DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

A. INTERVENCIÓN GUBERNAMENTAL: ¿REGULACIÓN EXCESIVA?

1. *Las normas chilenas*

Al igual que la Unión Europea, incluyendo Francia y Gran Bretaña, y los Estados Unidos⁷⁵, entre otras naciones, la República de Chile, desde el 19 de marzo de 1994, cuenta con su propia legislación especial para controlar el uso de la información privilegiada⁷⁶. En particular, el Título XXI de la Ley

⁷⁵ El Consejo de la Unión Europea ha codificado una directiva sobre las operaciones efectuadas por personas en posesión de la información privilegiada, "la cual se definió en términos bastante semejantes a los de la legislación chilena, con validez obligatoria" para todas las personas dentro de la zona cubierta por el Mercado Común Europeo. Raúl NOVOA GALAN, *op. cit.*, p. 7. Asimismo, en Gran Bretaña, la legislación sobre *insider dealing* dispone que una persona es culpable del uso indebido de la "información privilegiada" si, conociendo todos los hechos relevantes, se aprovecha de tal información operando sobre títulos y valores cuyo precio puede ser afectado por tal información. De igual manera, Francia sanciona severamente el delito que cometen las personas que no solamente poseen cualquier "información privilegiada" sino también la utilizan, revelan, o se aprovechan de ella, configurándose una figura penal. Véase Raúl NOVOA GALAN, *op. cit.*, p. 7. El Derecho estadounidense al respecto se analizará en el siguiente apartado del presente estudio.

⁷⁶ La explicación presentada en el presente apartado sobre el sistema legislativo chileno se basa principalmente en un trabajo preparado por el profesor Raúl Novoa, Magíster en Derecho de la Empresa, de la Pontificia Universidad Católica de

⁷³ Richard A. POSNER, *op. cit.*, pp. 459-60.

⁷⁴ Véanse Robert COOTER, Thomas ULEN, *op. cit.*, pp. 117-19.

de Mercado de Valores vigente codifica nueve artículos al respecto, los cuales se interpretan armónicamente con los artículos 5, 6, 9 y 10 de la misma ley. Específicamente, los artículos 5 y 6 de la Ley N° 18.045 establecen que solamente los “emisores de valores de oferta pública”⁷⁷, incluyendo las sociedades anónimas abiertas, que “hayan sido inscritos en el Registro de Valores”⁷⁸ podrán “hacerse oferta pública de valores”⁷⁹. Cabe agregar que la Ley Sobre Sociedades Anónimas obliga a las “sociedades anónimas abiertas” a inscribirse en el Registro Nacional de Valores⁸⁰.

Chile. Véase Raúl NOVOA GALAN, *op. cit.* pp. 1-14. Además de la Ley de Mercado de Valores, la Ley Sobre Sociedades Anónimas y el Decreto Ley N° 3.500, el que creó el Sistema Privado de Pensiones de Vejez, de Invalidez y Sobrevivencia (en adelante, las “AFPs”), también contienen sus propias normas relacionadas al control del uso indebido de la “información privilegiada”. Véanse el artículo 42 6) y 7) y el artículo 43 de la Ley N° 18.046; el artículo 151 y el artículo 157 c) y d) del D.L. N° 3.500. A pesar de la existencia de tales normas, el análisis del presente trabajo se enfoca casi exclusivamente en los artículos correspondientes de la Ley N° 18.045, puesto que en el artículo 181 de dicha ley se establece expresamente que “los preceptos de esta ley regularán supletoriamente las materias que tratan las demás leyes del mercado de valores en lo que no sean contrarias a las disposiciones de esas leyes y primarán sobre cualquier norma contractual o estatutaria que le fuere contraria”. Artículo 181 de la Ley de Mercado de Valores de Chile.

⁷⁷ Artículos 5 y 6 de la Ley de Mercado de Valores de Chile.

⁷⁸ *Ibidem.*

⁷⁹ *Ibidem.* El artículo 3 de la ley chilena, a su vez, define el término “valores” para incluir “cualesquiera títulos transferibles, incluyendo acciones, opciones a la compra y venta de acciones, bonos, debentures, cuotas de fondos mutuos, planes de ahorro, efectos de comercio y, en general, todo título de crédito o inversión.” Artículo 3 de la Ley de Mercado de Valores de Chile. Asimismo, el artículo 4 define el término “oferta pública de valores” para referirse a una oferta “dirigida al público en general o a ciertos sectores o grupos específicos de éste”. Artículo 4 de la Ley de Mercado de Valores de Chile.

⁸⁰ Véase el artículo 2 de la Ley N° 18.046 (“Son sociedades anónimas abiertas aquéllas que hacen oferta pública de sus acciones en conformidad a la Ley de Mercado de Valores; aquéllos que tienen 500 o más accionistas y aquéllas en las que a lo menos el 10% de su capital suscrito pertenece a un mínimo de 100 accionistas”).

El artículo 9 de la Ley de Mercado de Valores codifica la obligación fundamental del sistema bursátil chileno: “La inscripción en el Registro de Valores obliga al emisor a divulgar en forma veraz, suficiente y oportuna toda información esencial respecto de sí mismo, de los valores ofrecidos y de la oferta”⁸¹. El término “información esencial” se refiere a aquella que “un hombre juicioso consideraría importante para sus decisiones sobre inversión”⁸². El artículo 10 de la Ley de Mercado de Valores, a su vez, reafirma la obligación central de divulgar la “información esencial”, requiriendo a los emisores a proporcionar tal información al público en general y a la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile (en adelante, la “Superintendencia”) en particular, la cual se encarga por ley de vigilar el cumplimiento de las disposiciones de la Ley N° 18.045:

“Las entidades inscritas en el Registro de Valores quedarán sujetas a esta ley y a sus normas complementarias y deberán proporcionar a la Superintendencia y al público en general la misma información a que están obligadas las sociedades anónimas abiertas y con la periodicidad, publicidad y en la forma que se exige a éstas. Asimismo, y sin perjuicio de lo dispuesto en el inciso anterior, *las entidades comprendidas en él deberán divulgar en forma veraz, suficiente y oportuna, todo hecho o información esencial respecto de ellas mismas y de sus negocios al momento que él ocurra o llegue a su conocimiento*”⁸³.

A fin de definir con más precisión el concepto de “información esencial”, la Superintendencia ha publicado la Norma de Carácter General N° 30 (en adelante, la “N.C.G. N° 30”), la cual en su sección II prescribe ejemplos de “hechos relevantes o esenciales”:

“Los artículos 9° y 10° de la Ley N° 18.045, obligan a las entidades inscritas en el Registro de Valores a divulgar

⁸¹ Artículo 9 de la Ley de Mercado de Valores de Chile.

⁸² *Ibidem.*

⁸³ Artículo 10 de la Ley de Mercado de Valores de Chile.

en forma veraz, suficiente y oportuna todo hecho o información esencial respecto de ellas mismas, de sus negocios y de los valores que ofrecen, en el momento que el hecho ocurra o llegue a su conocimiento...

En esta materia podrían considerarse como hechos esenciales, a modo de ejemplo, los siguientes:

- a) Disminución importante del valor de los activos de la empresa...
- b) Acuerdo de concurrir a la formación de filiales o coligadas.
- c) Contingencias que puedan afectar significativamente, en forma positiva o negativa, los activos y/o patrimonio de la empresa, tales como juicios, reclamos por actividades monopólicas, conflictos laborales, otorgamiento de garantías en favor de terceros o en favor de la empresa por terceros u otros hechos similares.
- d) Cambios importantes en la paridad cambiaria, en los aranceles, en los precios de insumos o materias primas...
- e) Suscripción, modificación o término por cualquier causa, de contratos o convenciones que revistan importancia para la empresa.
- f) Paralización parcial o total de faenas, por cualquier causa...
- h) Suscripción de convenciones o realización de negociaciones con deudores importantes...
- j) La iniciación de nuevas actividades o negocios en escala significativa o la realización de inversiones importantes destinadas a expandir las actividades.
- k) Los acuerdos sobre creación, modificación o supresión de preferencias, de transformación, fusión y división de la sociedad.
- l) La renuncia, revocación del directorio y la renuncia o remoción del gerente general...
- n) Cambios de importancia en la propiedad de la empresa.
- ñ) Variaciones significativas en el precio de mercado de sus acciones o transferencias importantes de acciones fuera de bolsa, a precios significativamente distintos de su valor de mercado...
- q) Cualquier otro hecho que produzca o pueda producir influencia positiva o

negativa en la marcha de la empresa, en sus valores o en la oferta de ellos...."⁸⁴

Si bien el artículo 10 de la Ley N° 18.045 prescribe que las entidades inscritas en el Registro de Valores divulguen "todo hecho o información esencial... al momento que él ocurra o llegue a su conocimiento"⁸⁵, la misma norma establece que el emisor, incluyendo una sociedad anónima abierta, puede otorgar a tal información el "carácter de reservado", siempre y cuando cumpla con los requisitos de la ley:

"No obstante lo dispuesto en el inciso anterior, con la aprobación de las tres cuartas partes de los directores en ejercicio podrán darse en carácter de reservado a ciertos hechos o antecedentes que se refirieran a negociaciones aún pendientes que al conocerse puedan perjudicar el interés social. Tratándose de emisores no administrados por un directorio u otro órgano colegiado, la decisión de reserva debe ser tomada por todos los administradores.

Las decisiones y acuerdos a que se refiere el inciso anterior deberán ser comunicados a la Superintendencia al día siguiente hábil a su adopción"⁸⁶.

Hay que hacer hincapié en que en "algún momento, dicha información se convierte en información privilegiada"⁸⁷. Al respecto, el

⁸⁴ N.C.G. N° 30.

⁸⁵ Artículo 10 de la Ley de Mercado de Valores de Chile.

⁸⁶ *Ibidem*; véase también N.C.G. N° 30 ("La referida comunicación deberá ser suscrita por los directores o administradores que concurren al acuerdo, presentándose en sobre cerrado señalándose, en letras destacadas, que se trata de un 'hecho reservado'. Los acuerdos correspondientes, deberán insertarse en un libro anexo sobre 'Acuerdos Reservados', y serán firmados por los directores o administradores concurrentes al mismo. Una vez que haya cesado el carácter de reservado del hecho de que se trate, el acuerdo correspondiente deberá ser incorporado al libro de sesiones de directorio en la primera reunión que se celebre, dejándose constancia en el libro de acuerdos reservados, de la fecha de incorporación y del folio o página respectiva, y ser comunicado como hecho esencial, en caso que corresponda.").

⁸⁷ Raúl NOVOA GALAN, *op. cit.*, p. 5.

artículo 164 de la Ley de Mercado de Valores define el concepto de la "información privilegiada" de la siguiente manera:

"Para los efectos de esta ley, se entiende por información privilegiada cualquier información referida a uno o varios emisores de valores, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento, por su naturaleza, sea capaz de influir en la cotización de los valores emitidos, como asimismo, la información reservada a que se refiere el artículo 10 de esta ley. También se entenderá por información privilegiada, la que se tiene de las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores"⁸⁸.

Una simple lectura del artículo aplicable demuestra que los elementos claves de la información privilegiada incluyen los siguientes:

- 1) Información que trata de *hechos*, la cual se refiere a uno o varios emisores de valores, a sus negocios o a uno o varios por ellos emitidos;
- 2) Información no divulgada al mercado: esto es, conocida por un círculo sometido al deber de secreto y reserva;
- 3) Hechos cuyo conocimiento por el mercado sea idónea, esto es, capaz de influir en la cotización de los valores asociados al emisor;
- 4) "Información reservada" en el sentido del artículo 10 de la Ley de Mercado de Valores; y/o
- 5) Información que se relacione con las operaciones de adquisición o venta a realizar, en el futuro, por inversionistas institucionales (ejem. AFPs) en el mercado de valores⁸⁹.

De acuerdo con las definiciones y elementos legales anteriores, la información a que se hace referencia es precisamente aquella a la que una determinada persona tenga acceso en razón de su cargo (*insider*), que no sea conocida por el mercado o público en general, y que ponga a esta persona en una si-

tuación de "privilegio" en relación a otros inversionistas. Según el Derecho chileno, "en ese momento, quienes conocen la información no pueden revelarla, divulgarla fuera de la esfera autorizada, en el seno del directorio, del comité en que ella se conoce"⁹⁰.

Cabe acentuar que la zona legal dentro de la cual la persona "privilegiada" puede encontrarse por la aplicación del artículo 166 de la Ley N° 18.045 es muy extensa y tal vez un poco excesiva:

"Se presume que tienen acceso a información privilegiada, las siguientes personas:

- a) Los directores, gerentes, administradores y liquidadores del emisor o del inversionista institucional, en su caso;...
- c) Los directores, gerentes, administradores, apoderados, asesores financieros u operadores, de intermediarios de valores...

También se presume que tienen información privilegiada, en la medida en que pueden tener acceso directo al hecho objeto de la información, las siguientes personas:

- a) Los auditores externos e inspectores de cuenta del emisor, así como los socios y administradores de las sociedades de auditoría;
- b) Los socios, administradores y miembros de los consejos de clasificación de las sociedades clasificadoras de riesgo, que clasifiquen valores del emisor o a este último;
- c) *Los dependientes que trabajen bajo la dirección o supervisión directa de los directores, gerentes, administradores o liquidadores del emisor o del inversionista institucional;*
- d) Las personas que presente servicios de asesoría permanente o temporal al emisor;
- e) Los funcionarios públicos dependientes de las instituciones que fiscalicen a emisores de valores de oferta pública o a fondos autorizados por ley, y
- f) *Los cónyuges o parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad de las personas señaladas en la letra a) del inciso primero"*⁹¹.

⁸⁸ Artículo 164 de la Ley de Mercado de Valores de Chile.

⁸⁹ Raúl NOVOA GALAN, *op. cit.*, pp. 8-10.

⁹⁰ *Ibidem*.

⁹¹ Artículo 166 de la Ley de Mercado de Valores de Chile (las cursivas son mías).

Es importante recalcar que la ley no penaliza civil o penalmente la simple posesión de la información privilegiada, sino su utilización ilícita o indebida. Básicamente, la prohibición legal consiste en que todas las personas mencionadas en la líneas anteriores, es decir, "cualquier persona (natural), que en razón de su cargo, posición, actividad o relación tenga acceso a información privilegiada"⁹², incluyendo "la persona aquella introduzca la información, la escuche, la perciba, la obtenga de cualquier modo", deberá guardarla en estricta reserva y no podrá utilizarla en beneficio propio o ajeno, ni adquirir para sí o para terceros directa o indirectamente, los valores sobre los cuales posea información privilegiada⁹³. Asimismo, se le prohíbe a la persona "privilegiada" valerse de la tal información "para obtener beneficios o evitar pérdidas, mediante cualquier tipo de operación con los valores a que ella se refiera o con instrumentos cuya rentabilidad esté determinada por esos valores"⁹⁴. Igualmente, se abstendrán de comunicar esa información a terceros o de recomendar "la adquisición o enajenación de valores citados, velando para que esto tampoco ocurra a través de subordinados o terceros de su confianza"⁹⁵.

Las prohibiciones que establece el legislador chileno son, en general, las de aprovecharse de la información privilegiada para obtener una ventaja económica para sí o para terceros; esto es, no podrá ni divulgar ni adquirir para sí o para terceros, valores respecto de los cuales posea información, *hasta que esta sea dada a conocer oficialmente por la compañía o su conocimiento sea público, otorgando igualdad de condiciones a todos los inversionistas*. No obstante lo anterior, los intermediarios de valores que tengan la misma información privilegiada podrán hacer operaciones respecto de los valores a que ella se refiere, por cuenta de terceros no relacionados a ellos, "siempre que la orden y las condiciones específicas de la operación provengan del cliente, sin asesoría ni recomendación del corredor..."⁹⁶

⁹² Raúl NOVOA GALAN, *op. cit.*, pp. 10-11.

⁹³ Artículo 165 de la Ley de Mercado de Valores de Chile.

⁹⁴ *Ibidem*.

⁹⁵ *Ibidem*.

⁹⁶ *Ibidem*. Los intermediarios de valores que participen en la administración de un emisor de

Con respecto a las violaciones de las reglas anteriores, el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores establece expresamente que es contrario a la presente ley el uso de la información privilegiada en "beneficio propio o ajeno de información relativa a operaciones por realizar por el fondo, con anticipación a que éstas se efectúen"⁹⁷. Las personas quienes violen las normas chilenas aplicables están sujetas a sanciones no solamente administrativas y civiles sino también penales⁹⁸. El artículo 172 de la ley chilena es explícito al respecto: "Aquel que infrinja lo dispuesto en el artículo 169, será responsable civilmente de los daños ocasionados al cliente respectivo o a los fondos en su caso, sin perjuicio de las *sanciones penales* y administrativas que correspondan"⁹⁹.

valores de oferta pública, mediante su desempeño como directores, administradores, gerentes o liquidadores de este último, o de su matriz, "quedarán obligados a informar a sus clientes de esta situación, en la forma que determine la Superintendencia y deberán abstenerse de realizar para sí o para terceros relacionados, cualquier operación o transacción de acciones emitidas por dicho emisor". Artículo 168 de la Ley de Mercado de Valores de Chile. Empero, se exime de dicha prohibición a "aquellos intermediarios que sean sociedades filiales del emisor de acciones, siempre que ambos tengan exclusivamente en común directores y éstos no participen directamente en sus decisiones de intermediación." *Ibidem*.

⁹⁷ Artículo 162 d) de la Ley de Mercado de Valores de Chile.

⁹⁸ El artículo 172 de la ley concede el derecho a las personas perjudicadas por actuaciones que impliquen una violación de las normas del Título XXI a demandar una indemnización en contra de las personas infractoras. La acción prescribe dentro de un año contado a partir de la fecha en que la "información privilegiada" haya sido divulgada al mercado y al público inversionista. Artículo 172 de la Ley de Mercado de Valores de Chile. Véase Raúl NOVOA GALAN, *op. cit.*, p. 13 ("Esta prescripción de corto plazo difiere... a la que debería gobernarse por la regla general del Código de Comercio, cuatro años.")

⁹⁹ Asimismo, el artículo 55 de la ley chilena establece que la "persona que infrinja las disposiciones contenidas en la presente ley, sus normas complementarias o las normas que imparta la Superintendencia ocasionando daño a otro, está obligada a la indemnización de los perjuicios" así como "las sanciones administrativas o penales que asimismo pudiese corresponderle". Artículo 55 de la Ley de Mercado de Valores de Chile.

Las sanciones más severas incluyen las siguientes:

- 1) Presidio menor en cualquiera de sus grados;
- 2) Inhabilitación por cinco a diez años, según lo determine el tribunal de justicia, para desempeñar los cargos de director, administrador, gerente o liquidador de una sociedad anónima abierta o de cualquiera otra sociedad o entidad emisora de valores de oferta pública o que se encuentre sujeta a la fiscalización de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras o a la de Administradoras de Fondos de Pensiones; y
- 3) Entrega al beneficio fiscal, cuando no hubiera otro perjudicado, de toda utilidad o beneficio pecuniario que hubieran obtenido a través de transacciones de valores del emisor de que se trate.

La sanción más severa es la de la cárcel. El artículo 172 de la Ley de Mercado de Valores, en combinación con el artículo 60, penaliza con presidio menor en cualquiera de sus grados a los socios, directores, administradores, gerentes y los demás que en las sociedades clasificadoras tengan acceso a información reservada, usen dicha información por su propio beneficio o revelen el contenido de dicha información a terceros:

“Sufrirán las penas de presidio menor en cualquiera de sus grados:

- a) Los socios, administradores y, en general, cualquier persona que en razón de su cargo o posición en las sociedades clasificadoras, tenga acceso a la información reservada de los emisores clasificados y revele el contenido de dicha información a terceros, y
- b) Las personas a que se refiere el artículo 166 que al efectuar transacciones y operaciones de valores de oferta pública, de cualquier naturaleza en el mercado de valores o en negociaciones privadas, para sí o para terceros, directa o indirectamente, usaran deliberadamente información privilegiada”¹⁰⁰.

¹⁰⁰ Artículo 60 de la Ley de Mercado de Valores de Chile.

Una deficiencia crucial de la Ley de Mercado de Valores, en virtud del criterio de la eficiencia económica, es que “surge de la lectura de (todas las disposiciones) que el provecho o beneficio a obtener por la persona respectiva (*insider*) no tiene por qué ser necesariamente económico. Tampoco la prescripción exige la ocurrencia de un perjuicio o daño patrimonial...”¹⁰¹ Este resultado es incompatible con la aplicación normativa del Teorema de Coase, el criterio de la eficiencia económica y el criterio de la justicia eficiente. Hay que exigir la prueba, por lo menos, de un “daño económico” para justificar una violación de la ley, porque si no existe una amenaza a la operación eficiente del mercado de valores de Chile —o sea, el principal bien jurídico que la Ley N° 19.301 intenta proteger— no hay una razón económica para imponer sanciones.

2. Las normas estadounidenses

A diferencia del sistema jurídico chileno, el Derecho estadounidense no goza de una definición de *insider trading* codificada en una ley general o especial. Otro inconveniente del sistema norteamericano es que es sumamente difícil establecer la responsabilidad del *insider* mediante la aplicación exclusiva del *Common Law* por sus propios requisitos judiciales: 1) *privity*; 2) *materiality*;¹⁰² 3) *causation*;¹⁰³ y 4) *reliance*.¹⁰⁴ En particular, el *privity* requiere la existencia de una rela-

¹⁰¹ Raúl NOVOA GALAN, *op. cit.*, p. 11.

¹⁰² *Materiality*, un concepto bastante confuso en el Derecho norteamericano, se refiere a la necesidad de que “el hecho que se omite, o sobre el que se realiza una declaración falsa, sea importante, de modo que cualquier inversionista razonable lo habría tenido en cuenta en el momento de adoptar una decisión de inversión”. José Joaquín LASO RICHARDS, *op. cit.*, p. 66. A pesar de esta explicación un poco ambigua, el concepto de *materiality* se parece mucho al precepto de la “información esencial” y los “hechos relevantes e importantes”, en el sentido de los artículos 9 y 10 de la Ley de Mercado de Valores de Chile y la Norma de Carácter General N° 30 dictada por la Superintendencia.

¹⁰³ *Causation* es la “exigencia de una relación directa de causa y efecto entre el hecho engañoso y el daño”. José Joaquín LASO RICHARDS, *op. cit.*, p. 66.

¹⁰⁴ *Reliance* se refiere a “la confianza que el comportamiento engañoso suscita en la otra parte”. José Joaquín LASO RICHARDS, *op. cit.*, p. 66.

ción contractual directa entre las partes, tales como entre un director y la sociedad anónima abierta para la cual trabaja¹⁰⁵. En virtud de que no hay *privity* entre un *insider* y las múltiples personas (*outsiders*) que compran acciones de una empresa emisora en los mercados de valores estadounidenses, la invocación solamente del *Common Law* norteamericano no ofrece a los perjudicados un mecanismo viable para denunciar el uso indebido de la información privilegiada¹⁰⁶.

Como consecuencia, la *Securities and Exchange Commission* de los Estados Unidos (en adelante, la "SEC"), la contraparte de la Superintendencia de Chile, ha invocado la famosa Regla 10b-5 —una norma contra el fraude dictada por la autoridad misma en virtud de una delegación de la *Securities and Exchange Act* de 1934— para combatir el uso ilícito de la información privilegiada¹⁰⁷. La práctica administrativa de la SEC y la jurisprudencia de las cortes, incluyendo la Corte Suprema, imponen una obligación al *insider* de informar al público en general acerca de los hechos e información relevantes y esenciales, o de abstenerse de contratar los valores en el mercado respectivo ("*disclose or abstain rule*")¹⁰⁸.

¹⁰⁵ Véase José Joaquín LASO RICHARDS, *op. cit.*, p. 66.

¹⁰⁶ Véase James P. COX, "Insider Trading and Disclosure in the U.S.: Rule 10b-5 and Insider Trading", p. 1, trabajo presentado en la Pontificia Universidad Católica de Chile (1997).

¹⁰⁷ *Ibidem*. Asimismo, la SEC cuenta con la facultad delegada por la sección 16(b) de la *Securities and Exchange Act* de 1934, para regular el uso indebido de la información privilegiada. *Ibidem*. No obstante, la sección 16(b) se aplica "a un número relativamente muy limitado de situaciones porque se requiere tanto la compra como la venta [del valor] dentro de seis meses." *Ibidem*. Además, "la sección 16(b) se aplica solamente a las acciones de empresas que están sujetas a los requisitos de inscripción y divulgación de información de la *Securities and Exchange Act* de 1934." James P. Cox, *op. cit.*, p. 2. De conformidad con la sección 12 de dicha ley, todas las acciones que se transan en una bolsa nacional (ejem. NYSE), así como las acciones de cualquier otra empresa con más de U.S. \$ 10 millones en activos y más de 500 accionistas, están sujetas a dichos requisitos. Véase 15 U.S.C. § 781 (1988).

¹⁰⁸ Véase *Securities & Exchange Commission v. Texas Gulf Sulphur Company*, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968), cert. denied, 394 U.S. 976 (1969) (estableciendo *disclose or abstain rule*).

El punto clave, dada la naturaleza legal de la Regla 10b-5 de ser una norma contra fraude, es que es preciso probar que el *insider* utilizó la información privilegiada con dolo y, al mismo tiempo, violó un "deber fiduciario de confianza" o una "relación fiduciaria" con la sociedad emisora¹⁰⁹. Como resultado práctico, al igual que la ley chilena, la Regla 10b-5 se aplica no sólo a los *insiders*, tales como los directores, gerentes, administradores, liquidadores, representantes legales y abogados internos del emisor, sino también, en general, en contra de muchos *tippees*, o sea, los auditores, asesores, apoderados y representantes legales externos de la empresa emisora, puesto que existe una "relación fiduciaria" entre dichas personas y la empresa emisora¹¹⁰. La prohibición se aplica también a los corredores de bolsa que trabajan con frecuencia con las acciones de un emisor particular¹¹¹.

En cambio, a diferencia de la Ley de Mercado de Valores de Chile, la Regla 10b-5, a veces, no se aplica a otra clase de *tippees*, incluyendo los dependientes que trabajan bajo la dirección o supervisión directa de los directores, gerentes, administradores, ni a los cónyuges o parientes del *insider*, porque no existe siempre un deber fiduciario de confianza *directo* entre estas personas y la empresa emisora¹¹². Empero, si el *insider* proporciona la información privilegiada a tales individuos, con la intención de realizar una ganancia monetaria por medio de dichas personas, entonces la SEC sancionará al *insider* bajo la Regla 10b-5¹¹³. Lamentablemente

¹⁰⁹ Véase James P. COX, *op. cit.*, pp. 1-5.

¹¹⁰ Véase *SEC v. Materia*, 745 F.2d 197 (2d Cir. 1984) (determinando que la Regla 10b-5 se aplica a un editor financiero externo); *United States v. Newman*, 664 F.2d 12 (2d Cir. 1981), *aff'd on remand*, 722 F.2d 729, cert. denied, 464 U.S. 863 (1983) (aplicando la Regla 10b-5 a un asesor financiero externo quien utilizó la "información privilegiada" de los clientes de su empleador).

¹¹¹ Véase *In re Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907 (1961).

¹¹² Véase *United States v. Chestman*, 704 F. Supp. 451 (S.D.N.Y. 1989), rev'd, 903 F.2d 75 (2d Cir. 1990), reh'g en banc, 947 F.2d 551 (2d Cir. 1991), cert. denied, 112 S.Ct. 1759 (1992) (estableciendo que el matrimonio entre cónyuges no es suficiente para crear una "relación fiduciaria" para efectos de la Regla 10b-5).

¹¹³ Véase *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983).

te, la jurisprudencia norteamericana al respecto es bastante confusa.

Al igual que el sistema legal chileno, el Derecho estadounidense contempla la imposición de sanciones administrativas, civiles y penales, incluyendo el presidio menor. Además de gozar de la facultad de otorgar medidas precautorias administrativas (*injunctions*), la SEC, de manera conjunta con los tribunales norteamericanos, puede exigir la entrega de toda utilidad o beneficio pecuniario percibido por el *insider* por haber utilizado cualquier información privilegiada.

Ahora bien, durante la década de los ochenta y noventa, el Congreso estadounidense efectuó importantes cambios legislativos, los cuales eran congruentes con el Teorema de Coase y el criterio de la eficiencia económica, a fin de hacer más severas las sanciones económicas de la SEC. Básicamente, el fallo dictado por la Corte Suprema en *Chiarella v United States* provocó la actividad parlamentaria¹¹⁴. En *Chiarella*, el máximo tribunal norteamericano determinó que la SEC no pudo aplicar la Regla 10b-5 en contra de un individuo trabajando en una oficina de imprenta financiera¹¹⁵, porque no existía un deber fiduciario de confianza *directo* entre esta persona y la empresa emisora de valores¹¹⁶.

La reacción del Congreso estadounidense fue la aprobación en 1984 de la *Insider Trading Sanctions Act of 1984*, la cual aumentó de forma importante los topes monetarios de las sanciones civiles y penales de la SEC¹¹⁷. Específicamente, la SEC, en conformidad con esta nueva ley, goza de la facultad para recuperar toda utilidad o beneficio pecuniario que el *insider* haya percibido, además de imponer una sanción civil, *en una cantidad que sea tres veces mayor que las ganancias percibidas o las pérdidas evitadas del insider*¹¹⁸. También se aumentó el límite máximo de la sanción penal de una cantidad de U.S.

\$ 10.000 (diez mil dólares estadounidenses) hasta U.S. \$ 100.000 (cien mil dólares estadounidenses)¹¹⁹.

La aplicación de la *Insider Trading Sanctions Act* por la SEC ha producido transacciones extrajudiciales de cantidades gigantescas, un resultado que es compatible con la aplicación normativa del Teorema de Coase. En particular, en *SEC v. Ivan Bosky* en 1986, la controversia culminó en la entrega de ganancias ilícitas a la SEC de una cantidad de U.S. \$ 50 millones, así como el pago de una multa adicional de U.S. \$ 50 millones.¹²⁰ Asimismo, en la disputa con *Kidder Peabody & Co.*, un año más tarde, la transacción extrajudicial entre la SEC y los particulares resultó en el pago de más de U.S. \$ 25 millones a la autoridad¹²¹.

Por último, en 1988, el Congreso de los Estados Unidos aprobó *The Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act (ITSFEA)* para "complementar cualquier acción legal que existe bajo la Regla 10b-5"¹²². Al igual que el artículo 172 de la Ley de Mercado de Valores de Chile, la ITSFEA concede el derecho a los particulares perjudicados por las actuaciones que impliquen una violación de las normas de la Regla 10b-5, en cuanto al uso indebido de la información privilegiada, a reclamar una indemnización en contra de las personas infractoras por la ganancia ilícita percibida o la pérdida evitada por el *insider*¹²³.

B. ANALISIS ECONOMICO COASIANO

Aunque es razonable asegurar la transparencia del mercado de valores y la igualdad de oportunidades para todos los inversionistas, es necesario, al mismo tiempo, evitar la

¹¹⁴ Véase *Chiarella v United States*, 445 U.S. 222 (1980); James D. Cox, *op. cit.*, p. 7.

¹¹⁵ Véase *Chiarella v United States*, 445 U.S. 222 (1980).

¹¹⁶ *Ibidem*.

¹¹⁷ Véase James D. COX, *op. cit.*, pp. 7-8.

¹¹⁸ *Ibidem*.

¹¹⁹ *Ibidem*. Además el Congreso norteamericano aprobó en octubre de 1990 la *Securities Enforcement Remedies and Penny Reform Act*, para facultar a la SEC a reclamar la entrega de cualquier ganancia ilegal percibida por un *insider*. *Ibidem*.

¹²⁰ Véase *SEC v. Ivan Bosky*, [1986-1987 Transfer Binder], Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 92,991 (S.D.N.Y. 1986).

¹²¹ Véase *Kidder Peabody & Co.*, Sec. Reg. & L. Rep. (BNA) 811 (S.D.N.Y. 1987).

¹²² James D. Cox, *op. cit.*, p. 8.

¹²³ Véase 15 U.S.C. §78 t-1 (1988).

pérdida de eficiencia en la gestión de los negocios. Entonces, ¿la legislación chilena y estadounidense en contra del uso de la información privilegiada, es compatible con la aplicación normativa del Teorema de Coase, el criterio de eficiencia económica y el criterio de la justicia eficiente del presente trabajo? Para llevar a cabo el análisis económico correspondiente y llegar a una conclusión definitiva, es preciso evaluar dos aspectos adicionales de la eficiencia, es decir, 1) los incentivos, y 2) la asignación del riesgo.

¿Crean las normas legales chilenas y estadounidenses incentivos para que las empresas y los individuos relevantes se comporten eficientemente? Según A. Mitchell Polinsky, "comportarse eficientemente" en este contexto significa "una conducta que amplíe al máximo los beneficios totales, descontados los costos totales"¹²⁴. Dado que las empresas e individuos tienen en cuenta las consecuencias de su conducta en sus costos y beneficios, el problema del incentivo es, en el caso de las normas jurídicas, cómo inducir a las empresas y a los individuos a tener en cuenta las consecuencias de su conducta en los costos y los beneficios de otras empresas e individuos, es decir, los terceros.

Por otro lado, la cuestión de la asignación del riesgo se formula así: ¿asigna eficientemente la norma legal el riesgo entre las empresas o individuos relevantes? Si el riesgo no puede ser eliminado (o no se elimina), el Derecho debe distribuirlo entre las empresas o individuos relevantes, según su relativa aversión al riesgo. Esto puede significar que haya de distribuirse el riesgo entre las partes, o haya de asignarse todo a una de ellas, o, si es posible, transferirlo a una *compañía de seguros*.

En cuanto a la cuestión de los incentivos, el distinguido juez norteamericano Richard A. Posner, señala que "la prohibición [en contra del uso de la información privilegiada] ha sido criticado por la razón de que el *insider trading* es potencialmente un instrumento muy importante para crear incentivos [económicos]"¹²⁵. Además, "este argumento es más contundente... cuando se aplique a las opciones a la compra y venta de acciones, las cuales crean una verdadera comunidad de in-

terés entre la dirección de la empresa y los accionistas o socios, con el resultado de que la compensación de un director quien sea el dueño de opciones dependa, en un grado significativo, de la función de las utilidades de la sociedad"¹²⁶.

El análisis del juez Posner sugiere que las normas actuales sobre la información privilegiada en Chile y en los Estados Unidos eliminan parcialmente los incentivos para los directores y administradores más productivos de las sociedades anónimas abiertas, lo cual puede crear una distorsión en el funcionamiento eficaz de los mercados de valores¹²⁷. Por otro lado, los economistas estadounidenses Robert Cooter y Thomas Ulen, subrayan que las reglas contemporáneas no reconocen que la naturaleza económica de la "información" en sí misma se parece mucho a un "bien público", el cual no se produce en cantidades suficientes por los mercados privados si no existen los incentivos adecuados¹²⁸. Por lo tanto, existe la posibilidad de que las normas actuales para controlar la información privilegiada hayan eliminado, en ciertos casos, los incentivos individuales de algunos directores o administradores, para divulgar al público cierta información valiosa *que ellos mismos hayan creado o que puedan crear*, en virtud de que no pueden gozar individualmente, hasta lo máximo, de los frutos de su propia labor.

El siguiente ejemplo hipotético ilustra el punto anterior. Supongamos que existe una sociedad anónima abierta en los Estados Unidos, llamada CRG Enterprises, Inc., (en adelante, "CRG"), la cual se dedica a la investigación científica del cáncer. Supongamos, además, que hay dos directores que son la fuente potencial de alguna información confidencial y privilegiada. Uno es abogado-empleado, que es el único abogado de Estados Unidos que es capaz de redactar un informe legal, para presentar ante un tribunal de justicia estadounidense, para ganar un juicio muy importante para la empresa. Al mismo tiempo, este director es el único empresario que tiene los conocimientos y contactos suficientes para convencer al Congreso estadouni-

¹²⁶ *Ibidem*.

¹²⁷ *Ibidem*.

¹²⁸ Véase Robert COOTER, Thomas ULEN, *op. cit.*, pp. 117-19.

¹²⁴ A. Mitchell POLINSKY, *op. cit.*, pp. 133-36.

¹²⁵ Richard A. POSNER, *op. cit.*, pp. 459-60.

dense a derogar la ley *Helms-Burton* y el reglamento correspondiente, con la finalidad de abrir el comercio entre Estados Unidos y Cuba. (Cuba tiene actualmente un número significativo de investigadores especialistas en estudios sobre el cáncer.) También es el único empresario quien puede negociar una fusión crítica entre CRG y la empresa farmacéutica más grande del país para lograr economías de escala necesarias. De igual manera, el segundo director es, al mismo tiempo, médico-investigador, quien es capaz de descubrir la cura del cáncer, siempre y cuando trabaje siete días por semana *con investigadores cubanos*. Finalmente, supongamos que nadie más en CRG conoce los talentos especiales de los dos directores.

Como explican los economistas norteamericanos Cooter y Ulen, la información es costosa de producir y barata de transmitir (ejem. fotocopias), generando así el problema ineficiente del *free rider*. Es cierto que los dos directores, de acuerdo con la Regla 10b-5 de la *Securities and Exchange Act of 1934*, podrían divulgar toda la información privilegiada de CRG al público en general. Pero entenderían, al mismo tiempo, que los demás inversionistas en el mercado de valores, quienes no hubieran trabajado para nada en la producción de tal información, percibirían un *free ride*, es decir, un beneficio sin incurrir en ningún costo.

Como consecuencia, los dos directores, conociendo el problema del *free rider*, simplemente tomarían la determinación de no decir nada a nadie acerca de sus talentos especiales y seguirían haciendo sus tareas rutinarias en la oficina, sin intentar llevar a cabo o realizar ninguno de los proyectos extraordinarios anteriormente descritos. Tomarían esta decisión, porque sabrían muy bien que no podrían gozar individualmente de la información privilegiada que solamente ellos pudieran crear. Dicho de otra manera, si los dos directores no pudiesen recibir *una recompensa personal y especial* a través de la compra de acciones de CRG, utilizando la información privilegiada que sólo ellos son capaces de crear, entonces ellos preferirían que nadie pudiese aprovechar de dicha información valiosa. El resultado neto bajo tales circunstancias es que no habría una cura para el cáncer; no habría la apertura comercial entre Estados Unidos y Cuba; no habría la fusión para alcanzar economías de escala; y no habría un

juicio favorable para CRG. Estos resultados serían ineficientes no sólo para la empresa norteamericana y los dos directores sino también para la toda la sociedad estadounidense.

Muchos abogados tradicionales llegan a la conclusión doctrinaria de que el uso de la información privilegiada constituye simple y sencillamente "un robo del patrimonio de la persona que no tenga acceso a dicha información", puesto que, si tuviera la información indicada, realizaría la compra o venta respectiva de acciones para aumentar el valor de su patrimonio personal. Se ha sostenido también que el uso de la información privilegiada constituye "un robo del patrimonio de la empresa", porque los directores son empleados de la empresa, y la empresa es dueña de cualquier invención o información confidencial descubierta o desarrollada en sus oficinas o fábricas.

Estos argumentos son muy formalistas y hacen caso omiso a los factores dinámicos de los mercados contemporáneos. En primer lugar, la situación antes descrita acerca de CRG es muy diferente a la del robo tradicional. A diferencia de nuestro caso hipotético, un ladrón usualmente no es capaz de agregar valor importante al artículo que robe. Es decir, a diferencia de la situación con la creación inicial y el uso posterior de la información privilegiada por el mismo director, el ladrón común no aporta ningún valor económico a la sociedad.

En segundo lugar, si bien es cierto que una empresa es generalmente la dueña de las invenciones o la información confidencial desarrolladas en sus oficinas y plantas —siempre y cuando exista un contrato al respecto entre la empresa y los empleados—, los abogados tradicionales ignoran la realidad económica de la situación presentada. Para evitar el impacto negativo de la norma legal en cuestión (ej. información privilegiada) y gozar individualmente de sus talentos especiales, los dos directores supertalentosos de nuestro ejemplo hipotético simplemente entregarían sus renuncias a CRG. Posteriormente, constituirían su propia empresa pequeña, la cual no podría gozar de las economías de escala de CRG aun sin la fusión. Este resultado sería sumamente ineficiente para la sociedad en cuanto a la investigación de la cura del cáncer. De hecho, sería más eficiente mundialmente si hubiera solamente algunas empresas muy grandes de in-

vestigación, las cuales se dediquen exclusivamente a la investigación del cáncer, aprovechando de sus economías de escala, para evitar los experimentos duplicativos e ineficientes que se realizan hoy en día por múltiples empresas en el mercado internacional.

Otra crítica económica en contra de las reglas en contra del uso de la información privilegiada, según el juez Posner, es que la prohibición "reduce la eficiencia en el mercado de valores porque la decisión de un *insider* para comprar o vender valores, basándose en información privilegiada, proporcionará valiosa información a otros inversionistas acerca de las posibilidades financieras de la empresa"¹²⁹. Como ejemplo notorio en este momento en Chile, el comportamiento del señor José Yurazek Troncoso, el entonces director de la familia corporativa Enersis-Endesa —cuando vendió "las acciones y derechos de que era propietario en las sociedades llamadas Chispas"— podría proporcionar información importante para otros inversionistas en el mercado de valores de Chile, si realmente se basara en alguna fuente privilegiada¹³⁰.

A este mismo respecto, el juez Posner también destaca que "los costos para poner en práctica las normas en contra del uso de información privilegiada son altos"¹³¹:

"La definición en qué exactamente consiste la información privilegiada es muy confusa, y existen múltiples mecanismos para evitar su detección. Por ejemplo, *insiders* en empresas diferentes, a veces, compran y venden las acciones de otras empresas en donde no trabajan. Esta falla en la ley sería muy difícil remediar, salvo con la codificación de una prohibición absoluta en contra de *insiders* y sus familias para comprar o vender cualquier clase de acciones de cualquier empresa. Existe el problema adicional que un director puede obtener un beneficio gracias a la información privilegiada si no efectúa una compra o venta que realizaría (al beneficio a la otra parte privada) si no tuviera tal información".¹³²

¹²⁹ *Ibidem*.

¹³⁰ "Documento Especial: La Defensa de Yurazek", *La Hora*, p. 12, miércoles 3 de diciembre de 1997.

¹³¹ Richard A. POSNER, *op. cit.*, pp. 459-60.

¹³² *Ibidem*.

Cabe enfatizar que el análisis presentado por el juez Posner también es congruente con los resultados empíricos de Gary Becker, Robert Cooter y Thomas Ulen, quienes demuestran de manera contundente que es ineficiente encarcelar a los individuos atrapados por los delitos de cuello blanco, incluyendo el uso indebido de la información privilegiada, dado que la probabilidad de detección es muy baja, y el costo de encarcelación es muy alta:

"Los costos sociales de la cárcel incluyen los costos directos del edificio, mantenimiento, trabajadores y el costo de oportunidad de perder la productividad de las personas encarceladas. Con respecto a los costos directos, se estima que el costo es entre U.S. \$ 20.000,00 y U.S. \$ 30.000,00 por año para mantener un reo en una cárcel de alta seguridad en los Estados Unidos. Encarcelando a más personas por más tiempo no es, tal vez, la manera más eficiente para reducir el número de delitos..."¹³³.

La reacción visceral y popular en contra del uso de la información privilegiada es que la práctica implica una enorme redistribución de riqueza y renta en favor de un socio, director, administrador o gerente que no sea un pobre. Empero, como se demostró en un apartado anterior del presente trabajo, este argumento no se basa en principios de eficiencia sino en los preceptos universales de equidad. El argumento popular sostiene que no es equitativo permitir a un director —quien tal vez haya creado la propia información confidencial— gozar de su propio trabajo, tiempo y energía, pero, al mismo tiempo, sí es equitativo otorgar transferencias o subsidios gubernamentales a los parásitos de una sociedad que simplemente no desean trabajar. Este argumento "equitativo" no es compatible con el criterio de la justicia eficiente del presente trabajo y, por esta razón, no se usa por los abogados-economistas como criterio para evaluar los conflictos que surjan bajo las normas comerciales.

Entonces, en virtud del presente análisis, ¿se llega a la conclusión inevitable de que no

¹³³ Véase Robert COOTER, Thomas ULEN, *op. cit.*, pp. 4-5, 420-24.

existen argumentos válidos según el criterio de la eficiencia económica y la justicia eficiente en favor de la codificación de las normas chilenas y estadounidenses en contra del uso de la información privilegiada? No obstante que hay muchísimos argumentos económicos que critican las reglas contemporáneas que buscan controlar la información privilegiada, la respuesta a la pregunta anterior es un "no" rotundo. Existen todavía dos argumentos económicos más importantes, los cuales demuestran, sin duda alguna, que dichas normas son indispensables para los mercados de valores.

En primer término, un supuesto clave del modelo de la competencia perfecta es que la información del mercado debe ser *simétrica* y *transparente* para asegurar que los mercados funcionen correctamente. En otras palabras, si hay asimetría de información en los mercados de valores, o la falta de transparencia, los mercados pueden fracasar:

"Desde el punto de vista de un mercado de valores, es una finalidad deseable el que haya *simetría en la información de compradores y vendedores*, de ofertantes y consumidores. Si la información es *asimétrica*, no cabe duda que estaremos en presencia de un mercado desnivelado, ya que habrá, por una parte, poseedores de información y, de la otra, desconocedores de ella. Naturalmente, unos y otros no acceden al mercado de valores en las condiciones de equilibrio que el mercado precisa para que funcione debidamente la ley de la oferta y la demanda..."

Justamente, la doctrina distingue al *insider trading*, que es aquel que podría aprovechar o comercializar ilícitamente una información esencial no divulgada. La situación de preferencia del "insider trading" es asimétrica respecto del que está "afuera" del negocio, esto es el "outsider". Hay ciertamente una *simetría informativa* entre directores, accionistas mayoritarios, por ejemplo, respecto de otras personas que no están en esos directorios, comités, etc. Esto afecta un *mercado transparente*....¹³⁴

¹³⁴ Raúl NOVOA GALAN, *op. cit.*, p. 6 (la cursiva es mía).

En virtud de lo expuesto, cabe recordarse que la inversión en los valores es una de las más importantes fuentes de ahorro nacional de un país; es a través de esta inversión que un gran número de personas canaliza su ahorro personal hacia actividades productivas. Una falta de confianza en el mercado de valores, a causa de la existencia del uso no regulado de la información privilegiada, produciría una limitación en la inversión en los valores en general y en las acciones de las sociedades anónimas abiertas en particular. Al respecto, si los inversionistas creyeran que el vendedor de una acción tiene información privilegiada, probablemente le ofrecerían un precio menor que la evaluación original de la acción para efectuar la compra. Si esta situación pudiera continuar, el mercado de valores, poco a poco, empezaría a perder valor, con el resultado nefasto, según el ex ministro de Hacienda y Economía de Chile, el Doctor Rolf Lüders, que "la falta de confianza en el mercado de valores, provocado por el uso libre de la información privilegiada, mataría a la bolsa de valores"¹³⁵.

Este último argumento es la justificación *sine qua non*, basándose en la aplicación normativa del Teorema de Coase y el criterio de la eficiencia económica, para sostener la validez económica de las normas chilenas y estadounidenses controlando el uso de la información privilegiada. Sin estas normas, los mercados de valores no podrían sobrevivir. Sin los mercados de valores, los países, tanto desarrollados como en desarrollo, perderían una de sus fuentes principales para capturar y generar los recursos capitales para sostener su crecimiento y desarrollo económicos. La existencia de tal escenario provocaría múltiples crisis financieras y depresiones económicas. En pocas palabras, las normas regulando el uso de la información privilegiada constituyen el pilar fundamental que salvaguarda los mercados de valores y las economías nacionales. No obstante la conclusión anterior, sería erróneo mantener que se puede hacer caso omiso a los aspectos ineficientes y problemáticos de la legislación chilena y estadounidense al respecto, sin que los dos países lleven a cabo algunas modificaciones en sus sistemas legales respectivos.

¹³⁵ Entrevista con el Doctor Rolf Lüders, Profesor de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile (6 de abril de 1998).

VI. MODIFICACIONES A LA LEGISLACIÓN
CHILENA Y ESTADOUNIDENSE REGULANDO EL
USO DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA A LA
LUZ DEL ANÁLISIS ECONÓMICO NORMATIVO

A. ELIMINACION DE LAS
NORMAS INEFICIENTES

1. *Creación de incentivos adecuados*

Para reiterar, la versión positiva del Teorema de Coase establece que los particulares mismos involucrados en un conflicto potencial sobre los derechos de propiedad pueden negociar entre ellos la solución más eficiente —al evitar el aparato legal y judicial— siempre y cuando existan dos condiciones esenciales: 1) que los costos de transacción de las negociaciones privadas sean cero, y 2) que la asignación de los derechos, obligaciones y responsabilidades de las partes sea bien delimitada. De manera alternativa, la aplicación normativa del Teorema de Coase dispone que si los costos de transacción de las negociaciones privadas son altos o prohibitivos, o si los derechos, obligaciones y responsabilidades entre los particulares son mal especificados, entonces el Estado debe intervenir para “lubricar” el proceso de negociación entre ellos. En este contexto, el Estado debe promulgar una ley o norma jurídica cuyo efecto es reducir los costos de transacción de las negociaciones privadas o aclarar la asignación de los derechos, obligaciones y responsabilidades entre las partes.

Consideramos el siguiente caso real. Walt Disney, Inc., contrató a un director muy destacado, Michael Eisner, por un plazo de seis años, para servir como el *Chief Executive Officer* (CEO) de la sociedad anónima abierta del Estado de California, EUA. De modo congruente con la versión positiva del Teorema de Coase, el paquete de compensación del señor Eisner tenía tres componentes principales: 1) un salario anual base de U.S. \$ 750.000; 2) un bono del 2 por ciento sobre la renta neta de Walt Disney, Inc., y 3) una opción de 10 años para la compra de dos millones (2.000.000) de acciones por U.S. \$ 14,00 por acción, que era aproximadamente el precio del mercado que tenían las acciones de Walt Disney, Inc., en ese momento. Estas opciones tendrían menos valor si las acciones de Disney fueran vendidas por debajo de los U.S. \$ 14,00, pero valdrían más si fueran

vendidas por encima de este precio. Todo esto dio a Michael Eisner una enorme apuesta personal e incentivo en el éxito de la empresa.

Como resultado, al final del contrato de seis años de Eisner, el valor de las acciones de Walt Disney, Inc., de las cuales Michael Eisner tenía el derecho de ejercer sus opciones, se había incrementado en valor de manera espectacular. Además se aumentó la cantidad de esas acciones de 2 millones hasta 12 millones de acciones a través de un *stock split*, gracias en gran parte al desempeño personal y fenomenal del señor Eisner. En virtud de su desempeño bajo los incentivos de su contrato, ¡el superejecutivo ganó U.S. \$ 190 millones durante el lapso de seis años! Lo esencial es que las empresas privadas y sus directores pueden negociar paquetes llenos de incentivos para eliminar parcial o totalmente los desincentivos producidos por las normas regulando la información privilegiada, dado que no hay costos de transacción para negociar. (Algunos estudios de abogados de Estados Unidos recomiendan a las sociedades anónimas abiertas a otorgar acciones a sus directores, mediante una *emisión privada*, para así evitar la aplicación estricta de las normas estadounidenses regulando la información privilegiada, y para mantener los incentivos de los ejecutivos.)

En el caso específico, Walt Disney, Inc., eliminó en gran parte los desincentivos señalados por el juez Posner y los economistas Cooter y Ulen, al otorgar al señor Eisner, desde el comienzo de su contrato, las opciones a la compra y venta de las acciones de la empresa. No había desincentivos para Michael Eisner porque él sí podía gozar individualmente, hasta lo máximo, de los frutos de su propia labor. Puesto que Michael Eisner tenía las opciones desde el principio de su contrato, él podía dedicarse hasta cien por ciento en su trabajo, creando, tal vez, información confidencial y privilegiada —que divulgaba a la SEC sin ningún problema— porque sabía, gracias a las opciones, que podría ejercer sus derechos a la conclusión de su contrato y gozar plenamente de los frutos de su trabajo individual. De esta manera, el paquete de compensación negociado entre Michael Eisner y Walt Disney, Inc. —fundada en la aplicación positiva del Teorema de Coase— neutralizó los desincentivos señalados por el juez Posner y los economistas Cooter y Ulen

que se producen por la aplicación de las reglas en contra del uso de la información privilegiada.

No obstante, existen múltiples casos en los mercados contemporáneos en que 1) las sociedades anónimas abiertas son menos capitalizadas que Walt Disney, Inc., 2) simplemente no puedan ofrecerles a sus directores, gerentes o administradores (*insiders*) el mismo paquete lucrativo y creativo por falta de fondos, 3) o no pueden emitir más acciones por varios motivos. Dada esta situación, se dice que hay costos de transacción prohibitivos que impiden las negociaciones entre los particulares y la aplicación positiva del Teorema de Coase. Bajo tales circunstancias, la aplicación normativa de este sugiere que el Estado deba codificar algunas normas legales para facilitar la negociación entre las empresas y sus directores o administradores, promoviendo así el otorgamiento de paquetes de compensación similar al de Michael Eisner, aun cuando las empresas no tengan los recursos financieros como Walt Disney, Inc.

Una forma predilecta del gobierno de los Estados Unidos para incentivar a las empresas privadas a llevar a cabo una conducta deseable cuando haya una falta de fondos disponibles es ofrecerles una "deducción legislativa" o "crédito fiscal" para efectos tributarios para reducir su carga tributaria y promover la conducta en cuestión. De esta forma, el Poder Legislativo, tanto en Chile como en los Estados Unidos, podría modificar sus leyes respectivas sobre la renta, para incentivar paquetes de compensación que incluyan el otorgamiento de acciones u opciones a los directores, administradores y gerentes de las sociedades anónimas abiertas. Cabe afirmar que tal intervención gubernamental —basada en la aplicación normativa del Teorema de Coase— puede neutralizar parcial o completamente los desincentivos producidos por la normativa en materia de la información privilegiada¹³⁶.

2. Costos administrativos de las sanciones y la asignación adecuada del riesgo: caso práctico de multas altas en vez de la cárcel

Como se explicó en la Introducción del presente estudio, el análisis económico en el

ámbito jurídico provee una teoría sobre el comportamiento racional de los individuos (y los gobiernos) que permite predecir su reacción frente a cambios en las leyes. De hecho, las sanciones legales actúan como *precios* o *costos* que afectan las decisiones de los individuos. Como consecuencia, el análisis económico aplicado al Derecho provee un esquema de análisis para evaluar la eficiencia de las políticas legales y las normas jurídicas correspondientes. En virtud de que las leyes son instrumentos para alcanzar determinados objetivos sociales, el análisis económico permite evaluar, desde el punto de vista de la eficiencia económica, el efecto de una ley o una norma jurídica en el logro de los objetivos sociales, superando así la intuición y las reacciones viscerales.

Consideramos otro ejemplo hipotético. Supongamos que en País X existen solamente multas para regular el uso de la información privilegiada; sin embargo, posteriormente, se establece que al futuro el uso de tal información será sancionado con la cárcel en vez del pago de multas monetarias. ¿Cuál será el efecto de esta medida? El efecto final dependerá del impacto en los *costos esperados* de la multa (CE^1), en relación con los *costos esperados* de la cárcel (CE^2), para cada socio, director o administrador (*insider*) que desee utilizar la información privilegiada para su propio beneficio o en favor de un tercero:

$$CE^1 = P \times M$$

$$CE^2 = P \times C$$

Donde:

P : Probabilidad ser atrapado
M : Costo de la multa
C : Costo de la cárcel

¹³⁶ POSNER, *op. cit.*, p. 459.

Por ejemplo, si el costo de la multa (antes de la reforma legal) es de U.S. \$ 1.000.000,00 (un millón de dólares estadounidenses) por usar la información privilegiada en País X, y la probabilidad de detección (ser atrapado) es de 50%, el costo esperado de la multa (CE^1) para un socio, director o administrador (*insider*) que desee utilizar la información confidencial será de quinientos mil dólares estadounidenses o de U.S. \$ 500.000,00 (verbigracia, U.S. \$ 1.000.000,00 x 50% = U.S. \$ 500.000,00).

En cambio, si el costo de la cárcel en términos monetarios y contables para dicho *insider* es de U.S. \$ 10.000.000,00 (diez millones de dólares estadounidenses), pero, al mismo tiempo, la probabilidad de detección (ser atrapado) se disminuye de 50% a 4% —dado que hay que asignar menos recursos para detectar la violación en favor de usar más recursos para mantener las cárceles (ejem. construcción de nuevos edificios, mantenimiento, comida, trabajadores, etc)— entonces el costo esperado del la cárcel (CE^2) para un *insider* que desee utilizar la información privilegiada será de U.S. \$ 400.000,00 (U.S. \$ 10.000.000,00 x 4% = U.S. \$ 400.000,00), un costo esperado menor que el costo esperado que resulte de la aplicación de la multa del párrafo anterior.

Como resultado, la reducción en la probabilidad de detección (ser atrapado) de 50% a 4% convierte el costo contable muy alto de la cárcel (\$ 10.000.000,00), en un costo esperado muy bajo en términos relativos (U.S. \$ 400.000,00), para un *insider* contemplando utilizar la información privilegiada de su sociedad anónima abierta. Así, la baja probabilidad de ser atrapado crea *incentivos perversos* para los individuos de burlarse de la sanción de la cárcel. Como se ve, la sanción de la cárcel, en comparación con la multa, crea *incentivos distorsionados* bajo las circunstancias del presente hipotético, produciendo la finalidad irónica de fomentar el uso indebido de la información privilegiada. Simplemente dicho, sería menos costoso en términos de costos esperados y más eficiente para cada *insider* utilizar tal información "prohibida" bajo la existencia de la nueva sanción del presidio menor, siempre y cuando sus beneficios fueran mayores que U.S. \$ 400.000,00, el costo esperado de ser atrapado y condenado a la cárcel por el delito de usar la información privilegiada.

Supongamos, alternativamente, que en vez de establecerse la nueva sanción de la cárcel, País X decide mantener su sistema exclusivo de multas; los costos esperados (CE^0) por parte de un socio, director o administrador que desee utilizar la información privilegiada indebidamente, sin la reforma legal, será así:

$$CE^0 = P^0 \times M^0$$

Ahora bien, en vez de sancionar el uso ilícito de la información privilegiada con la cárcel, supongamos que los legisladores del País X prefieren mejorar su mecanismo de detección y, consecuentemente, contratan a más fiscales, abogados, auditores, policía y los demás, a un costo de U.S. \$ 1.500.000,00 (un millón quinientos mil dólares estadounidenses) asignable a cada *insider*, con el resultado de aumentar la probabilidad de detectar el uso indebido de la información privilegiada de 50% hasta 100%. No obstante, como se mencionó en las líneas anteriores, el Estado vería al mismo tiempo un *aumento en sus costos administrativos para poner en marcha el nuevo sistema*, aun manteniendo la multa constante a su nivel original.

Si, bajo estas circunstancias, el valor de la multa es de U.S. \$ 1.000.000,00 (un millón de dólares estadounidenses) por el uso ilícito de la información privilegiada en País X (como en el primer ejemplo), y la probabilidad de detección del delito de cuello blanco ahora es de 100%, el beneficio esperado para el Estado sería de U.S. \$ 1.000.000,00 (verbigracia, U.S. \$ 1.000.000,00 x 100% = U.S. \$ 1.000.000,00). Sin embargo, puesto que el costo administrativo asignable a cada *insider* por la contratación de más fiscales, abogados, auditores, policía y los demás es de U.S. \$ 1.500.000,00, entonces, la alternativa es ineficiente, dado que los costos para el Estado (U.S. \$ 1.500.000,00) son mayores que sus beneficios (U.S. \$ 1.000.000,00).

Supongamos, por último, que los legisladores del País X deciden ahorrar dichos costos administrativos y no contratan a más fis-

cales, abogados, auditores, policía y los demás —reduciendo así los gastos de ejecución de una sanción legal, sin sacrificar la disuasión óptima— pero disminuyendo, al mismo tiempo, la probabilidad de detección del delito de cuello blanco de 100% a 50% (P^0). Para contrarrestar el efecto de la disminución en la probabilidad de la detección del delito en cuestión, se aumenta la multa proporcionalmente (M^1), tal vez, hasta la fortuna total del *insider*:

$$CE^b = P^0 \times M^1$$

Si, como en el caso estadounidense entre la SEC e *Ivan Bosky* en 1986, el costo de la multa es de U.S. \$ 50.000.000,00 (cincuenta millones de dólares estadounidenses) (M^1) por usar la información privilegiada en País X, y la probabilidad de detección es de 50% (P^0), el *costo esperado* (CE^b) para un *insider* para utilizar la información confidencial sería una cantidad de U.S. \$ 25.000.000,00 (U.S. \$ 50.000.000,00 x 50% = U.S. \$ 25.000.000,00), la cual es “harta plata” en cualquier país. Con un *costo esperado* de U.S. \$ 25.000.000,00, es decir, veinticinco millones de dólares de los Estados Unidos, la gran mayoría de los *insiders* tendrían un gran desincentivo para no usar la información privilegiada, porque tendrían que asegurarse que ganarían más de U.S. \$ 25.000.000,00 para participar en la conducta ilícita.

Dado que es tan difícil garantizarse *a priori* ganar una cantidad tan gigantesca de dinero, la multa en cuestión debería ser más que suficiente para disuadir la conducta en cuestión. Además, esta alternativa no sufre de los altos costos administrativos que se incurrirían por la contratación de más fiscales, abogados, auditores, policía y los demás, ni de los costos administrativos asociados con la sanción de la cárcel. Entonces, ¿cual esquema debe seguir País X? El último. ¡EL MENOR COSTO: MULTA HASTA LA FORTUNA DEL INDIVIDUO Y NO LA CARCEL!

No cabe duda de que el presente análisis es una reafirmación de los resultados y conclusiones empíricas de Gary Becker: las mul-

tas muy altas (y hasta la fortuna del infractor) son superiores a la cárcel, en términos del criterio de la eficiencia económica, para controlar adecuadamente los delitos de cuello blanco, tales como el uso de la información privilegiada, la evasión tributaria, el fraude y los demás. Cabe recalcar que el caso de SEC v. *Ivan Bosky* en 1986 —controversia estadounidense que resultó en la entrega de ganancias a la SEC de una cantidad de U.S. \$ 50 millones y una multa adicional de U.S. \$ 50 millones— ha tenido un efecto importante en el control eficaz de la información privilegiada en los Estados Unidos. Una multa muy alta también tiene el efecto deseable de asignar eficientemente el riesgo a las personas responsables por el acto ilícito, es decir, a los *insiders* mismos. La manera más segura para que un *insider* pueda evitar el riesgo es simplemente no participar en la actividad ilícita y no usar la información privilegiada para su propio beneficio o en favor de un tercero.

B. MODIFICACIONES ESPECIFICAS PARA CHILE Y LOS ESTADOS UNIDOS EN CUANTO A SU POLITICA LEGAL PARA CASTIGAR LOS DELITOS DE CUELLO BLANCO EN GENERAL Y EL USO INDEBIDO DE LA INFORMACION PRIVILEGIADA EN PARTICULAR

Con el objetivo de cumplir con la aplicación normativa del Teorema de Coase, a la luz del criterio de la eficiencia económica y el de la justicia eficiente, se sugiere que tanto Chile como los Estados Unidos efectúen ciertas modificaciones a sus normas que regulan el uso de la información privilegiada. En primer lugar, se debe eliminar la sanción del presidio menor (ejem. la cárcel) en los dos países por violaciones de las normas correspondientes y enfocarse casi exclusivamente en las multas muy altas (y quizás hasta la fortuna del *insider*) sugeridas por Gary Becker en su artículo que ganó un Premio Nobel de Economía. Aun el distinguido juez Posner llega a la misma conclusión de que “las multas muy altas... serían necesarias para poner fin a la práctica” de usar la información privilegiada¹³⁷.

Según los economistas Cooter y Ulen, otra ventaja de las multas muy altas, en comparación con la sanción tradicional de la cárcel, es que la sociedad aún puede gozar de la

¹³⁷ POSNER, *op. cit.*, p. 460.

productividad del infractor. Esta observación hace referencia a las famosas palabras históricas del Presidente Franklin D. Roosevelt, cuando declaró ante la prensa norteamericana que “solamente un ladrón puede atrapar a otro ladrón”, al justificar su nombramiento del señor Joseph Kennedy, padre del Presidente John F. Kennedy, para ser el primer director de la *Securities and Exchange Commission* de los Estados Unidos. Si bien Joseph Kennedy tenía la reputación de ser un empresario corrupto, ayudó mucho al gobierno de Roosevelt a detectar muchas prácticas de fraude cometidas en la bolsa norteamericana en aquella época, porque el padre del futuro Presidente estadounidense era un verdadero “experto” de tales prácticas. Entonces, las multas excesivas pueden crear ciertas *externalidades positivas*, en comparación con la sanción tradicional de la cárcel, además de disuadir la actividad ilícita en cuestión y generar cantidades notables de dinero para el presupuesto gubernamental.

Además se recomienda la modificación tanto en Chile como en los Estados Unidos de sus leyes respectivas sobre la renta para incentivar paquetes de compensación semejantes al de Michael Eisner de Walt Disney, Inc. Específicamente, el Poder Legislativo en ambos países puede intervenir para promover paquetes de compensación para los directores, administradores y gerentes de las sociedades anónimas abiertas, los cuales incluyan el otorgamiento de acciones y opciones a la compra y venta de las mismas, mediante la codificación de “deducciones legislativas” o “créditos fiscales” en las leyes respectivas sobre la renta. Cabe reafirmar que tal intervención gubernamental –fundada en la aplicación *normativa* del Teorema de Coase– podría neutralizar los desincentivos económicos generados por las normas actuales de la información privilegiada.

En el caso específico de Chile, se sugiere además remediar una deficiencia crucial de la Ley de Mercado de Valores, es decir, “surge de la lectura de (todas las disposiciones) que el provecho o beneficio a obtener por la persona respectiva (*insider*) no tiene por qué ser necesariamente económico. Tampoco la prescripción exige la ocurrencia de un perjuicio o daño patrimonial...”¹³⁸. Para reiterar, este re-

sultado es incompatible con la versión *normativa* del Teorema de Coase, el criterio de la eficiencia económica y el criterio de la justicia eficiente. Es necesario modificar la legislación chilena al respecto para exigir, por lo menos, la existencia de un “daño económico” para justificar una violación de la ley. Si no existe una amenaza a la operación eficiente del mercado de valores de Chile –o sea, el principal bien jurídico que la Ley N° 19.301 intenta proteger–, entonces no hay una razón económica para imponer sanciones.

Al final de todo, el Congreso Nacional debe eliminar el período muy corto de un año como plazo aplicable de prescripción y, en su lugar, utilizar el plazo típico de cuatro años que se encuentra consagrado en el Código de Comercio. De esta forma, se podrá aumentar la probabilidad de detectar violaciones de las normas en contra del uso de la información privilegiada.

VII. CONCLUSIÓN

El análisis jurídico-económico llevado a cabo en el presente trabajo establece que la versión positiva del Teorema de Coase no puede aplicarse a los conflictos entre particulares que surjan por el uso ilícito de la información privilegiada. En particular, las negociaciones potenciales entre los socios, directores y administradores (*insiders*) de las sociedades anónimas abiertas y los múltiples compradores de las acciones de estas sociedades (*outsiders*) requerirían una enorme cantidad de tiempo y energía. Además negociar con múltiples compradores de las acciones de las sociedades anónimas abiertas, ubicados en varios puntos de Chile y en el extranjero, sería inherentemente difícil y costoso. Cabe enfatizar, finalmente, que la información privilegiada es un “bien único”, el cual sufre de definiciones confusas, derechos mal especificados, altos costos de monitoreo y poco conocimiento de su verdadera naturaleza.

Por todas estas razones, los costos de transacción de cualquier negociación privada, en el contexto de una disputa legal precipitada por el uso indebido de la información privilegiada, serían demasiado altos. Como consecuencia, las negociaciones privadas no se efectuarían, y las partes por su propia cuenta no serían capaces de resolver los conflictos que pudieran surgir al respecto. Por ende, de

¹³⁸ Raúl NOVOA GALAN, *op. cit.*, p. 11.

acuerdo con la aplicación *normativa* del Teorema de Coase, la intervención gubernamental por parte de Chile y Estados Unidos, mediante la codificación de sus normas legales especiales, para regular el uso ilícito de la información privilegiada, es, en principio, *eficiente*.

Cabe recordar que la inversión en los valores es una de las más importantes fuentes de ahorro nacional de un país; es a través de esta inversión que un gran número de personas canaliza su ahorro personal hacia actividades productivas. Una falta de confianza en el mercado de valores, en virtud de la existencia del uso no regulado de la información privilegiada, produciría una limitación en la inversión en los valores en general y en las acciones de las sociedades anónimas abiertas en particular. Al respecto, si los inversionistas estuvieran del punto de vista de que el vendedor de una acción tuviera información privilegiada, probablemente le ofrecerían un precio menor que la evaluación original de la acción para efectuar la compra. Si esta situación pudiera continuar, el mercado de valores empezaría a perder valor, con el resultado nefasto de que "la falta de confianza en el mercado de valores, provocado por el uso libre de la información privilegiada, mataría a la bolsa de valores"¹³⁹.

Este último argumento es la justificación *sine qua non* —basándose en la aplicación normativa del Teorema de Coase y el criterio de la eficiencia económica— para sostener la validez económica de las normas chilenas y estadounidenses en contra del uso de la información privilegiada. Sin estas normas, los mercados de valores no podrían sobrevivir. Sin los mercados de valores, los países, tanto desarrollados como en desarrollo, perderían una de sus principales fuentes para capturar y generar los recursos capitales para sostener su crecimiento y desarrollo económicos. La existencia de tal escenario provocaría múltiples crisis financieras y depresiones económicas. En pocas palabras, las normas regulando el uso de la información privilegiada constituyen el pilar fundamental que salvaguarda los mercados de valores y las economías nacionales.

¹³⁹ Entrevista con el Doctor Rolf Lüders, Profesor de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile (6 de abril de 1998).

No obstante las conclusiones anteriores, sería erróneo hacer caso omiso a los aspectos ineficientes y problemáticos de la legislación chilena y estadounidense al respecto. En particular, se recomienda eliminar la sanción del presidio menor (ejem. la cárcel) tanto en Chile como en los Estados Unidos por las violaciones de las normas correspondientes y enfocarse casi exclusivamente en las multas muy altas (y tal vez hasta la fortuna del *insider*) sugeridas por Gary Becker en su artículo que ganó un Premio Nobel de Economía. Además se recomienda la modificación en ambos países de sus leyes respectivas sobre la renta, para incentivar paquetes de compensación semejantes al de Michael Eisner de Walt Disney, Inc.

En el caso específico de Chile, se sugiere exigir, por lo menos, la existencia de un "daño económico" para justificar una violación de la ley y derogar el criterio actual. Asimismo, el Congreso Nacional debe eliminar el período muy corto de un año como plazo aplicable para la prescripción y, en su lugar, utilizar el plazo típico de cuatro años que se encuentra consagrado en el Código de Comercio. De esta forma, se podrá aumentar la probabilidad de detectar las violaciones de las normas regulando la información privilegiada, con el resultado de promover la *eficiencia económica* en la bolsa chilena, el principal *bien jurídico* protegido por la Ley de Mercado de Valores.

Por otro lado, mientras que las acciones de las sociedades anónimas abiertas chilenas se intercambian solamente en Chile (ejem. Bolsa de Comercio de Santiago), y mientras que las acciones estadounidenses se transen exclusivamente en los Estados Unidos (ejem. *New York Stock Exchange*), se puede afirmar que los precios correspondientes de las acciones en cuestión (verbigracia, su "precio eficiente", "precio equitativo" y "precio justo") pueden ser iguales. Esto es, el "precio eficiente" de tales acciones transándose solamente en su bolsa nacional respectiva, el cual es también el "precio equitativo" e igual para todos, se establece por el mercado con estricto apego al criterio del costo-beneficio y las condiciones de la oferta y la demanda para así constituir un verdadero "precio justo". Se llega a esta conclusión directa, *siempre y cuando las acciones en cuestión se transen exclusivamente en sus mercados de valores nacionales*.

Sin embargo, este resultado cambia cuando las acciones de las sociedades anónimas abiertas puedan intercambiarse tanto en la bolsa chilena como en la *New York Stock Exchange*. De hecho, la existencia de las acciones de la misma empresa, transándose simultáneamente en la Bolsa de Comercio de Santiago y en *Wall Street*, resultará en el establecimiento de dos "precios eficientes" muy diferentes, uno en el mercado local y otro en el mercado norteamericano. En particular, el "precio eficiente" de los Recibos Norteamericanos de Depósito (*American Depositary Receipts, ADRs*) de Lan-Chile, los cuales se transan en la *New York Stock Exchange*, no es igual al "precio eficiente" de sus acciones que se transan al mismo tiempo en la Bolsa de Comercio de Santiago¹⁴⁰. Por lo tanto, no existe un "precio equitativo" igual para todos bajo tales circunstancias, y el establecimiento del "precio justo" para las acciones de Lan-Chile no es nada más que un ejercicio teórico e inútil.

No obstante, la aplicación fiel del criterio de la eficiencia económica bajo la óptica del Teorema de Coase, garantizarán que las bolsas de valores de Chile puedan "asegurar la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente", de acuerdo al artículo 39 de la Ley de Mercado de Valores¹⁴¹, con la finalidad de cumplir con "los más elevados principios de ética comercial"¹⁴². Esto es, es a través de la puesta en práctica del criterio de la eficiencia económica, conjuntamente con la *mano invisible* de Adam Smith, que los agentes económicos pueden lograr el funcionamiento eficaz de un nuevo mundo comercial caracterizado por mercados de valores sin fronteras en vísperas de otro milenio. En pocas palabras, el criterio de la eficiencia económica y el de la justicia eficiente deben ser los criterios rectores para el mundo internacional en el siglo XXI.

¹⁴⁰ Nota posterior (véase *El Mercurio*, B-10, 23 de marzo de 1999).

¹⁴¹ Artículo 39 de la Ley de Mercado de Valores de Chile.

¹⁴² Artículo 43 c) de la Ley de Mercado de Valores de Chile.

BIBLIOGRAFÍA

1. GARY S. BECKER: "Crime and Punishment: An Economic Approach", 76 *J. Pol. Econ.*, vol. 76, pp. 169 y ss (1968).
2. BULNES, ALDUNATE, LUZ, "El Derecho a desarrollar cualquier actividad", en *Revista de Derecho Público*, N° 37-38, 1985, 149-165 (1985).
3. RONALD H. COASE: "The Problem of Social Costs," *J.L. & Econ.*, vol. 3, pp. 1 y ss (1960).
4. *Código Civil para el Distrito Federal de la República de México*.
5. *Código de Comercio de Chile*.
6. *Constitución Política de la República de Chile* (1980).
7. ROBERT COOTER, THOMAS ULEN: *Law and Economics* (segunda edición, 1997).
8. JAMES P. COX: "Insider Trading and Disclosure in the U.S.: Rule 10b-5 and Insider Trading", Trabajo presentado en la Pontificia Universidad Católica de Chile (1997).
9. D.L. N° 3.500 (Ley de Administración de Fondos de Pensión).
10. Diario *La Segunda*, 5 de noviembre de 1981, p. 14.
11. FERNANDOIS, ARTURO: Notas sobre el Principio de Subsidiariedad (Año Académico 1997).
12. R. FRANK: *Microeconomía y Conducta* (decimacuarta edición, 1995).
13. E. GARCIA MAYNEZ: *Introducción al Estudio del Derecho*, Editorial Porrúa, México (1992).
14. CRAIG R. GIESZE: *Helms-Burton in Light of the Common Law and Civil Law Legal Traditions: Is Legal Analysis Alone Sufficient to Settle Controversies Arising under International Law on the Eve of the Second Summit of the Americas?*, Vol. 32, N° 1, *ABA Int'l Lawyer* 51 (Spring 1998).
15. JOSE JOAQUIN LASO RICHARDS: "Del Uso de Información Privilegiada", Tesis de Grado, Facultad de Derecho, Universidad Finis Terrae, Santiago de Chile (abril de 1997).
16. Ley N° 18.045 (Ley de Mercado de Valores).
17. Ley N° 18.046 (Ley Sobre Sociedades Anónimas).
18. NICOLAS LUCO ILLANES: "Protección a los Accionistas Minoritarios Frente a la Toma de Control de una Sociedad Anónima Abierta", *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 22 N° 3, pp. 417-438 (1995).
19. HENRY G. MANNE: *Insider Trading and the Stock Market* (1966).
20. J. HENRY MERRYMAN: *La tradición jurídica romano-canónica*, Fondo de Cultura Económica, México (1984).
21. RAUL NOVOA GALAN: "Derecho Comparado y Legislación Chilena sobre Información Privilegiada y Otras Materias", Magister en Derecho de la Empresa, Pontificia Universidad Católica de Chile (2 de julio de 1996);

22. *Pequeño Larousse Ilustrado*, Ediciones Larousse, Francia (1964).
23. Norma de Carácter General N° 30, emitida por la Superintendencia de Valores y Seguros.
24. A. MITCHELL POLINSKY: *Introducción al Análisis Económico del Derecho* (Barcelona, 1985).
25. RICHARD A. POSNER: *Economic Analysis of Law* (quinta edición, 1998).
26. RAFAEL PRECIADO HERNANDEZ: *Lecciones de Filosofía del Derecho*, México, Ed. Jus., 1947, pp. 105-117.
27. PAUL A. SAMUELSON, WILLIAM D. NORDHAUS: *Economía* (decimacuarta edición, 1993).
28. J. F. SMITH: *Confronting Differences in the United States and Mexican Legal Systems in the Era of NAFTA*, Mex. L.J., vol. 1, p. 85 (1993).
29. JUAN TORRES LOPEZ: *Análisis Económico del Derecho* (Madrid, 1987).
30. CHIARELLA v. United States, 445 U.S. 222 (1980) y otras jurisprudencias estadounidenses.
31. JUAN TORRES LOPEZ: *Análisis Económico del Derecho* (Madrid, 1987).
32. *Webster's New World Dictionary*, (1982).
33. YRARRAZAVAL, ARTURO: "Principios económicos de la Constitución de 1980", en *Revista Chilena de Derecho*. Volumen 14, de 1987.