



**Universidad del Desarrollo**  
Facultad de Gobierno

**Documento de Trabajo  
N°12**

**“Hacia una reforma de la institucionalidad financiera  
en Chile”**

**Guillermo Larraín y Matías Larraín**

Diciembre de 2010  
Facultad de Gobierno

# Hacia una reforma de la institucionalidad financiera en Chile<sup>1</sup>

## Resumen

La estructura organizacional de los reguladores financieros, sus niveles de autonomía respecto del Gobierno central, así como la determinación de las competencias y el ámbito de acción que le corresponden, constituyen hoy en día uno de los temas más relevantes de la discusión sobre reforma del Estado.

La reciente crisis financiera y algunos procesos sancionatorios de alta cobertura mediática, han dejado en evidencia que el modelo organizacional actual de las superintendencias debe ser repensado, especialmente en cuanto a la libre designación y remoción de las máximas autoridades por parte del Presidente de la República, en cuanto al hecho que su dirección superior radicada en autoridades unipersonales y no colegiadas, y en la asignación de un ámbito de competencias que este determinado por los riesgos o conductas que se intenta cautelar y no por la a veces paralizante división de competencias según industria regulada.

En el presente trabajo, los autores explican las debilidades del modelo organizacional de las superintendencias, las limitaciones y riesgos regulatorios a que se ve expuesto el actual, y se atreven a esbozar los principales lineamientos de un nuevo modelo tanto desde la perspectiva orgánica, como en cuanto a su ámbito de acción. En este sentido, los autores proponen migrar desde un esquema basado en la dirección de una autoridad unipersonal, que puede ser libremente removida por el Presidente de la República, y que tiene un ámbito de acción delimitado según la industria bajo su regulación (modelo de silos), hacia un esquema en que la autoridad superior, ahora colegiada, este dotada de mayores niveles de autonomía respecto del poder central, y tenga asignada un ámbito de acción estructurado sobre la base funciones según solvencia, liquidez y disciplina o conducta de mercado

---

<sup>1</sup> Documento preparado para la Universidad del Desarrollo. Agradecemos los comentarios de María José Meléndez y Vanessa Ramírez así como la eficiente asistencia de Hye Kyum Kim.

El sector financiero en Chile ha tenido un desarrollo explosivo en las últimas décadas. Ello ha ocurrido en todos los segmentos del mercado. Ya sea si uno mira el nivel del crédito bancario como proporción del PIB, la capitalización de las sociedades anónimas cotizadas en bolsa, el monto acumulado en los fondos de pensiones, la prima de las industrias de seguros de vida o generales o la masificación de la industria de fondos mutuos como canalizadoras de ahorro voluntario uno saca en todos los casos la conclusión que el sector financiero es hoy un sector crítico para el desarrollo del país. Este extraordinario proceso, sin embargo, se ha producido utilizando, por así decirlo, una tecnología de supervisión financiera concebida en otras épocas para otro Chile.

En efecto, el modelo de supervisión financiera en Chile, que data formalmente del año 1980, en la práctica fue estructurado según los consejos de la Misión Kemmerer en 1928. Desde entonces es mucha la experiencia acumulada en Chile y en el mundo que ha llevado a importantes reformas.

Desde que se creó el actual modelo de supervisión en 1928, han tenido lugar shocks de gran tamaño en el sistema financiero mundial. En Estados Unidos, la Gran Depresión de los años 1930 dio lugar en 1934 a la Securities and Exchange Commission (SEC), la Reserva Federal y leyes, como la ley Glass-Steagall que consagraba la separación entre banca comercial y banca de inversiones, que posteriormente tuvieron gran impacto en el desarrollo financiero de ese país. En la Gran Recesión de 2007-09, aún cuando no se han realizado todavía las reformas de fondo, la administración del Presidente Obama ha señalado la necesidad de reformar la institucionalidad financiera reduciendo el traslape de órganos regulatorios, dándole a la FED nuevas facultades de supervisión de grandes instituciones, creando una agencia de defensa del consumidor de productos financieros y todo bajo al amparo de un consejo de supervisión financiera encabezada por el Secretario del Tesoro. Adicionalmente, se habla respecto de avanzar en una reorganización industrial de la banca prohibiendo algunas actividades en lo que podría ser una versión moderna y aparentemente menos exigente que la Glass-Steagall.

A su vez, en Europa se avanza en dos niveles, el nacional y el supranacional paneuropeo. A nivel nacional se aprecian dos tendencias. Los países como Inglaterra y Alemania, que tenían supervisores financieros únicos están considerando traspasar la supervisión bancaria a su respectivo Banco Central. En el caso inglés, en que el Banco de Inglaterra mantiene soberanía monetaria ello puede eventualmente ponerle al ente emisor un conflicto de interés entre su compromiso anti inflacionario y su rol de supervisor de la estabilidad bancaria. En Alemania ello no está presente dado que el Bundesbank no aplica política monetaria. La segunda tendencia que han seguido países como España, Holanda y en menor medida Francia e Italia, es avanzar hacia un esquema de tipo funcional aprovechando las capacidades instaladas en los Bancos Centrales de dichos países para darles a ellos la regulación de solvencia. A nivel paneuropeo se han creado órganos supervisores para las diferentes industrias con un claro enfoque de estabilidad sistémica y con un fuerte eje en la cooperación entre supervisores.

En Chile, si bien la crisis de 1982-83 tuvo raíces en el sector financiero relacionadas con carencia de regulación en ciertas áreas, por ejemplo de conflictos de interés, o con problemas conceptuales de organización industrial en el caso de los bancos, que aparentemente se juzgó que la responsabilidad no era tanto de la institucionalidad sino de las leyes sectoriales. En efecto, las reformas que siguieron a esta crisis se concentraron no tanto en la institucionalidad, que acababa de ser modificada en 1980, sino fundamentalmente en reformar la Ley de Bancos, de Mercado de Valores y Sociedades Anónimas. Lo que argumentaremos es que, si bien nuestras leyes sectoriales tienen una buena evaluación, parece que ha llegado la hora de modernizar la institucionalidad del sector.

Esta institucionalidad, que ha resistido todas las crisis señaladas, debe ponerse al día y aprender de los eventos contemporáneos. La crisis mundial actual es demasiado profunda, ha mostrado demasiadas facetas importantes sobre cómo funcionan las economías modernas, como para que Chile no saque lecciones en términos de su institucionalidad regulatoria. A nuestro juicio, si bien la actual institucionalidad ha funcionado relativamente bien, hay enormes desafíos por delante que se pueden resumir en cuatro puntos:

- Es necesario generar condiciones que permitan a los supervisores financieros un mayor desarrollo normativo. Estamos en un equilibrio en el cual tanto las autoridades fiscales, parlamentarias e industrias reguladas prefieren recargar leyes excesivamente para acotar la discrecionalidad potencial que puede ejercer el superintendente. Es crítico dotar a los supervisores financieros de otra forma de gobierno, de tipo colegiado y con mayores niveles de autonomía.
- El desarrollo del sector financiero caracterizado tanto por conglomerados presentes en numerosas áreas de actividad hoy supervisadas por entidades distintas como por empresas no financieras prestando servicios financieros, se presta para el arbitraje regulatorio y heterogeneidad de tratamiento de las asimetrías de información, es decir, de condiciones disímiles de defensa de los derechos de los consumidores de productos financieros. La masificación del consumo de estos productos en Chile necesita que los consumidores de productos financieros encuentren en los supervisores solución justa y eficiente a los potenciales abusos.
- Si bien, en general, conceptualmente las leyes financieras chilenas están bien percibidas pareciera que falta mucho por avanzar en materia de su cumplimiento. Para ello, es imperativo separar las funciones de investigación, acusación, sanción y apelación que hoy caracterizan a nuestro sistema.
- Es crítico, que los supervisores financieros incorporen en mayor medida el hecho que juegan un rol de control del riesgo sistémico de gran importancia. La estabilidad macro financiera de Chile, en un contexto de mayor integración

financiera con el resto del mundo, requiere no solo del concurso del Banco Central, como es natural, sino de todos los órganos de supervisión financiera.

El desarrollo del sistema financiero chileno requiere una reforma como la señalada pero, sobre todo, esta reforma es necesaria para el resto de la economía que utiliza los servicios provistos por el sector financiero.

## 1. Mercados financieros y sus necesidades regulatorias: Visión de largo plazo

### 1.1. ¿Por qué regular el mercado financiero?

Las regulaciones recomendadas para mercados financieros, son una extensión de las tradicionales justificaciones de la intervención del Estado en cualquier mercado. Formalmente, la necesidad de regular obedece a la necesidad de corregir fallas del mercado que apartan su funcionamiento de lo socialmente óptimo. Una posibilidad es que esto sea debido a externalidades, es decir, a la existencia de efectos externos asociados a las acciones de un agente económico que no son espontáneamente consideradas por este. Como resultado, los precios de mercado no reflejan adecuadamente todos los costos y/o beneficios asociados a la producción de este bien<sup>2</sup>. Por la naturaleza del problema, la corrección de las externalidades no la efectúa naturalmente una organización privada, por lo que ésta función debe ser desempeñada por una entidad pública.<sup>3</sup>

La hipótesis tradicional de eficiencia<sup>4</sup> de un mercado de capitales, postula que los precios de los títulos financieros reflejan toda la información conocida por los participantes del mercado. En este contexto, una de las condiciones para lograr la eficiencia de mercado es la simetría de información.<sup>5</sup> Sin embargo, en el mundo real, los mercados financieros se caracterizan por presentar información asimétrica. Es más, la esencia de un participante del mercado financiero es generar asimetrías de información. Estas pueden ser legales, por ejemplo, debido a un esfuerzo de investigación especial sobre la base de información pública, o ilegales, a través de

---

<sup>2</sup> Por ejemplo, el cuidado del jardín de la casa genera externalidad positiva tanto para la comuna como para los vecinos. Por otro lado, el típico ejemplo de externalidad negativa consiste en la contaminación producida por una fábrica.

<sup>3</sup> Stiglitz, Jaramillo-Vallejo, and Park (1993), "The role of the state in the financial markets", *World Bank Research Observer*, Annual Conference on Development Economics Supplement (1993), pp.19-61.

<sup>4</sup> E. Fama (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. December, 28-30, 1969 (May, 1970), pp. 383-417

<sup>5</sup> El concepto de la información completa se refiere a una situación económica en que el conocimiento acerca del mercado de los otros participantes está disponible para todos los agentes. En cambio, la información simétrica describe la situación en que los actores de un mercado disponen de la misma información, pero ellos no necesariamente poseen toda la información acerca de bienes u otros agentes del mercado.

información privilegiada. En ciertas ocasiones, estas distorsiones generan externalidades negativas<sup>6</sup> y el sistema de mercado deja de ser eficiente.

Desde la perspectiva de la teoría de agencia, la asimetría de información puede derivar en un fenómeno de *selección adversa*, esto es, que las decisiones del principal dependen de información privada del agente. Por otro lado, cuando el principal no puede observar el comportamiento del agente que tiene relación directa con los resultados futuros, la asimetría de información se traduce en *riesgo moral*.

Diversos autores han estudiado ambos fenómenos y sus implicancias en distintos mercados. Una literatura clásica de selección adversa corresponde al estudio de Akerlof (1970)<sup>7</sup> del mercado de autos usados. Dado que sólo los vendedores poseen la información acerca de la calidad del auto, los dueños de autos malos, denominados "*lemons*", tienen incentivo a ocultar la calidad de su auto. Como resultado, disminuye la calidad promedio de todos los productos que circulan en el mercado ya que los compradores, dada la incapacidad de distinguir el tipo de auto, asumen que todos los disponibles en el mercado secundario son *lemons* y están dispuestos a pagar un menor precio que si el auto estuviera bueno. Esto hace, que los dueños de autos buenos se retiren del mercado por no estar dispuestos a vender a un precio menor. En el mercado de autos usados quedarían sólo los *lemons*.

Varios artículos, encuentran evidencia empírica de riesgo moral en diversos mercados tales como mercado de préstamos a las pequeñas y medianas empresas en Reino Unido<sup>8</sup> y mercado de crédito hipotecario estadounidense<sup>9</sup>. Estas investigaciones, sugieren que la asimetría de información genera ineficiencias en el funcionamiento del mercado. Asimismo, el incremento de costos de transar en el mercado provocado por la asimetría de información puede generar racionamiento en el crédito<sup>10</sup>.

Por otro lado, los contratos financieros se caracterizan por ser intertemporales, es decir, se caracterizan porque hay un período de tiempo entre el momento en que el

---

<sup>6</sup> Bruce C. Greenwald and Joseph E. Stiglitz (1981), "Externalities in economies with imperfect information and Incomplete Markets", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 101, No. 2 (May, 1986), pp. 229-264

<sup>7</sup> G. Akerlof (1970), "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, pp. 488-500

<sup>8</sup> O. Toivanen y R. Cressy (2000), "Lazy Entrepreneurs or Dominant Bank?: An empirical analysis of the Market for SME Loans in the UK", EFA 2002 Berlin Meetings Presented Paper; Warwick Business School SME Centre Working Paper; Cass Business School Research Paper

<sup>9</sup> R. Martin y D. Smyth (2001), "Adverse Selection and Moral Hazard Effects in the Mortgage Market: An Empirical Analysis", *Southern Economic Journal*, Vol. 57, No. 4 (Apr., 1991), pp. 1071-1084

<sup>10</sup> Cuando los bancos fijan la tasa de interés inferior a la tasa de interés de equilibrio de mercado produce racionamiento de crédito ya que no sacia toda la demanda. Esto se debe a que al aumentar la tasa de interés cambia la calidad de la cartera de clientes por aquellos más riesgosos, que las instituciones financieras obtienen menor ganancia como resultado final. Ver: Stiglitz, J. y Weiss, A., 1981, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, 71, 393-410

cliente y el proveedor pagan y ejecutan los servicios que se adquieren –un seguro, la administración de una cartera de inversión, un préstamo. El cumplimiento en tiempo y forma de estos contratos no puede garantizarse por la pura operación de mecanismos privados, de manera que se requiere la intervención de un tercero –el Estado a través de los órganos reguladores o el Poder Judicial- para garantizar el cumplimiento. Para que esta intervención sea justa, debe ser efectuada por un ente objetivo con un criterio uniforme para todos. Como señala Williamson<sup>11</sup>, la teoría de costos de transacción cumple un papel importante en el sistema legal. En un mundo de nulo costo de transacción, la asignación de derechos de propiedad es irrelevante debido que las partes pueden negociar sin dificultad. Sin embargo, esto no representa la realidad, dado que en ésta las transacciones involucran costos, creando la necesidad de constituir instituciones responsables de esta materia.

Por último, si todos los participantes del mercado confiaran en los demás y todos honraran sus compromisos, los costos de transacción disminuirían considerablemente ya que no sería necesario incurrir en costos de monitoreo y regulación. Sin embargo, la confianza es un bien público cuyo consumo por parte de un agente particular no es rival ni excluyente del consumo que puedan hacer otros agentes<sup>12</sup>. En dicho contexto, la estrategia dominante –denominada *free riding*– para un actor puede ser abusar de la confianza del resto haciendo trampas para obtener un beneficio extraordinario. Esto induce la intervención del regulador para sancionar estos actos que dañan la confianza entre los participantes.

## 1.2. La lógica detrás de la regulación del mercado de valores

Más allá de los elementos generales señalados, la aplicación de la regulación depende de las características específicas de cada mercado. El régimen regulatorio de la libre competencia, por ejemplo, busca prevenir y sancionar la ocurrencia de conductas anticompetitivas como acuerdos entre competidores (carteles, boicot, fijación de precios o restricción de producción) o abusos de posición dominante (precios predatorios, precios excesivos, venta atada, negativa unilateral a contratar, etc). La regulaciones bancarias, de pensiones y/o seguros, por su parte, están diseñadas sobre la base de la necesidad de mitigación del riesgo de insolvencia de los agentes, y ello se logra a través del establecimiento de exigencias de capital mínimo y fijación de límites al endeudamiento, y a la inversión de sus activos.

En esa misma línea, la regulación financiera no bancaria tiene una naturaleza distinta y única, que se justifica en la necesidad informacional de los inversionistas que

---

<sup>11</sup> Oliver Williamson (1985), “Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting”

<sup>12</sup> Un bien económico con características de no rivalidad y no exclusión en el consumo se denomina Bien Público. Un bien es no rival cuando su uso por una persona en particular no perjudica el uso futuro de otros individuos, y no excluyente, cuando su uso por una persona en particular no perjudica el uso simultáneo por otros individuos.

participan en el mercado. Así, a diferencia del mercado automotriz u otros mercados de bienes tangibles, el valor de los bienes que se transan en el mercado de capitales está dado, en términos económicos, por las expectativas que el inversor puede tener respecto de los servicios que el bien en cuestión es capaz de generarle.

Así, cuán racional sea la decisión de comprar o vender un activo en el mercado de capitales, es función de la existencia de información confiable acerca de la condición financiera del emisor, sus productos, las condiciones de mercado, la administración, la competencia y el marco regulatorio, entre otros factores<sup>13</sup>. Con esa información, los inversionistas pueden realizar una estimación razonable del valor presente que es posible atribuir al conjunto de derechos que la titularidad de esos bienes “intangibles” implica.

De este modo, en el mercado de capitales, la clave está dada por la oportunidad y la calidad de la información que los emisores de valores ponen a disposición de los inversionistas. El *disclosure* o divulgación de información financiera relevante es entonces un elemento esencial para la protección de los inversionistas frente al fraude o manipulación y por lo tanto para el funcionamiento eficiente del mercado<sup>14</sup>.

#### **a) La hipótesis del mercado de capitales eficiente y el disclosure**

La hipótesis del funcionamiento eficiente del mercado de capitales postula que si los agentes económicos son racionales, los precios de los activos financieros reflejan completamente toda la información disponible en el mercado.

En ese sentido, la hipótesis del mercado eficiente postula que, al momento de realizar sus inversiones, los agentes que participan en el mercado de capitales toman en cuenta toda la información financiera relevante<sup>15</sup>. Si la información financiera relevante no se encuentra toda a disposición del público, la eficiencia del mercado se reduce porque ella solo podría ser incorporada si los *insiders* operan en el mercado en condiciones de asimetría de información.

Usualmente, se suele vincular la eficiencia del mercado de capitales con la relación que existe entre precio e información disponible, de manera tal que el precio de un valor de oferta pública puede ser entendido como una consecuencia del funcionamiento del mercado eficiente si, en relación con cierta información relativa a ese valor, el precio que el mercado atribuye a éste es el mismo que hubiera tenido si todos quienes participan en el mercado hubiesen tenido acceso a la misma

---

<sup>13</sup> Cox, Hillman and Langevort. “Securities Regulation: Cases and Materials”. Aspen, 5° Ed, 2006, Nueva York. pág. 105. ,

<sup>14</sup> Repetto, Mc Skimming y Carvajal. “Environmental Disclosure requirements in Securities regulations and Financial Accounting Standards of Canada, Mexico and the United States. Commission for Environmental Cooperation. Disponible en <http://www.ccc.org>. Nueva York, 2002.

<sup>15</sup> Repetto et al.



información<sup>16</sup>. Lo que importa, es que los inversionistas accedan a la información básica de manera igualitaria y que cada uno saque sus propias conclusiones en términos de valoración del activo en cuestión.

Se trata, entonces, de una manifestación del principio de igualdad que, en este caso, diría algo así como todos los inversionistas deben operar con las mismas reglas y con la misma información. Así, ganará el inversionista que mejor analiza los riesgos y no el que abusa de una posición asimétrica o de acceso privilegiado a cierta información relevante.

## b) La eficiencia del mercado y su intensidad

Establecer que el mercado de capitales es “eficiente” trae consigo una serie de preguntas en relación a que se entiende por eficiencia o si esta admite distintos grados. Tradicionalmente, se suele distinguir la existencia de al menos tres niveles de eficiencia de un mercado: débil, medio y fuerte.

Un mercado eficiente *débil* es aquél en que el precio asignado a un valor transable esta dado por el resultado de toda la información incorporada en los precios que anteriormente fueron atribuidos a ese valor. Eso significa, en esencia, que los inversionistas no pueden extrapolar el precio futuro de un valor a partir de los precios que éste haya tenido en el pasado toda vez que precios sucesivos serian independientes unos a otros siendo asignados de manera aleatoria<sup>17</sup>.

Un mercado eficiente en nivel *medio*, es aquél en que el precio de un valor refleja toda la información públicamente disponible en relación a ese valor en un momento dado. Precios de acciones u otros títulos, rápidamente, reflejan la información que es divulgada constantemente desde que esa información es puesta efectivamente a disposición del público. De esta manera, si el precio de los títulos es sensible a la información que se divulga, no existiría base racional para avalar predicciones sobre precios o comportamiento bursátil de ciertos títulos si el factor que determina finalmente el precio de un valor es precisamente la información que no ha sido divulgada.<sup>18</sup>

Finalmente, un mercado eficiente en sentido *fuerte* tiene lugar cuando el precio o cotización de un valor es reflejo de toda la información disponible, haya sido divulgada oficialmente o no.<sup>19</sup>

Contrastado cada uno de los niveles de eficiencia de un mercado con las prácticas de mercado, es posible concluir algunas cuestiones significativas. Un mercado eficiente

---

<sup>16</sup> Cox, Hillman and Langevort. Ob. Cit. pág 106.

<sup>17</sup> Idem. .

<sup>18</sup> Idem, pág. 107

<sup>19</sup> Idem

en sentido débil, es inconsistente con prácticas en cuya virtud analistas de mercado realizan proyecciones de precios de valores sobre la base de comportamientos pasados. Un mercado eficiente en sentido medio, es incompatible con la idea de que, en ciertas circunstancias, valores pueden estar sobre o sub-evaluados, y a su vez, que la única información que podría eventualmente afectar la cotización del valor es aquella que es divulgada al público de manera oficial. Por su parte, la dimensión fuerte de un mercado eficiente, es incompatible con la proscripción del uso de información privilegiada<sup>20</sup>.

El concepto predominante hoy en día, para buena parte de la doctrina, es entender al mercado de capitales como un mercado eficiente en sentido medio, aún cuando existe evidencia suficiente en cuanto al hecho que los mercados usualmente sobrerreaccionan frente a anuncios o noticias relacionadas con el emisor de valores, sus negocios o los valores propiamente tales, y aún cuando los precios de tales valores suelen tomar bastante tiempo antes de estabilizarse o alcanzar un punto de relativo equilibrio<sup>21</sup>.

### **c) Full disclosure o principio de información continua**

La hipótesis del mercado eficiente en el ámbito financiero, ha alcanzado una amplísima aceptación dentro de la cultura legal y regulatoria. Esta, actualmente, sirve de punto de partida para cualquier discusión sobre reformas al marco regulatorio en materia de mercado de valores y constituye la piedra angular del sistema regulatorio basado en el full disclosure.<sup>22</sup>

La hipótesis del mercado eficiente en sentido medio, es la construcción dogmática que sirve de base para el establecimiento del marco regulatorio al que se encuentran sujetos los actores que participan en el mercado de valores. Dicha regulación, esta dada básicamente por el disclosure o principio de información continua y, como consecuencia de ello, por el establecimiento de ciertas prohibiciones en relación con la veracidad de la información, con la oportunidad en que ésta debe divulgarse con el establecimiento de ciertas obligaciones de hacer y no hacer en aquellos casos en que se ha accedido a información material que no ha sido oficialmente divulgada al mercado.

La obligación de divulgar información al mercado, es la metodología que el derecho financiero ha escogido como la principal herramienta para velar por la existencia de un mercado eficiente. El razonamiento que subyace a esta predilección por la información, es que los inversionistas son protegidos adecuadamente solo si todos

---

<sup>20</sup> Ver Idem.

<sup>21</sup> Okelley & Thompson. "Corporations and Other Business Associations: Cases and Materials". Aspen, 5<sup>o</sup> Ed, 2006, Nueva York. Pág. 878.

<sup>22</sup> Wilson y Kraakman. The mechanism of market efficiency. Citado por Cox, Hillman and Langevort Ob. Cit. Pág. 105.

los aspectos relevantes de los títulos o valores en transacción han sido total y correctamente revelados<sup>23-24</sup>. El disclosure total, se asume, que provee a los inversionistas de la oportunidad para evaluar el merito y el riesgo de una inversión y, en el caso de inversionistas con un mayor grado de sofisticación, de defenderse por si mismos.

De este modo, el modelo descansa en la capacidad de los inversionistas para realizar su propia estimación y análisis riesgo/retorno asociado a una determinada inversión, debiendo el sistema regulatorio proveer las condiciones necesarias para que toda la información relevante que pueda afectar la decisión de invertir se encuentre disponible para todos los inversionistas de manera igualitaria. Sobre el emisor de los valores pesa el deber de divulgar al mercado y al público en general toda la información sobre si mismo, sus valores y negocios de un modo veraz, suficiente y oportuno. Y sobre los demás agentes que participan en el mercado, siendo estos, intermediarios, inversionistas y medios de comunicación, entre otros, pesa la obligación de no distorsionar, falsear, adulterar ni presentar de un modo tendencioso o interesado esa información.

Tanta relevancia ha adquirido la obligación de difundir información como herramienta regulatoria que, con el correr del tiempo, su ámbito de acción se ha ido extendiendo en cuanto a las diferentes categorías de información que deben ser divulgadas, así como también en cuanto a los eventos que gatillan la obligación de informar<sup>25</sup>.

Hoy en día, la obligación de divulgar información no sólo tiene efectos en el proceso de formación de precios de los valores en transacción. Sino que permite, además, que directores puedan monitorear de mejor manera el funcionamiento de la empresa y sus trabajadores. Por otro lado, permite que los auditores puedan realizar su función

---

<sup>23</sup> SEC- In the Matter of Informix Corp. Exchange Act Release: 34-42326, Enero 2000. Disponible en [www.sec.gov/litigation](http://www.sec.gov/litigation). Citado por Okelley and Thompson. Ob. Cit. pág. 878.

<sup>24</sup> Conocida es la frase del reconocido profesor del Harvard Law School Louis Loss, quien haciendo referencia a las virtudes del full disclosure en la recién dictada securities act señalaba “ disclosure, again disclosure and still more disclosure”. Corporations and other Business Associations, O’kelley and Thompson. Aspen, 2007. p. 875.

<sup>25</sup> En EE.UU, por ejemplo, la preocupación generalizada que sirvió de base al Congreso para dictar la Securities Act de 1933 fue la búsqueda por parte de emisores de valores de inversionistas que adquieran sus acciones a través de una IPO (Inicial Public Offer). Un año más tarde, al dictarse la Securities Exchange Act, la preocupación del congreso fue la solicitud de la administración de las empresas de poderes especiales (Proxies) sobre materias que requieren aprobación de la junta de accionistas. Además, la Securities Exchange Act estableció la obligación para los emisores de valores de divulgar reportes financieros periódicos trimestrales y anuales. En 1964, el Congreso extendió la obligación de divulgar información financiera a todas las empresas que eran transadas públicamente y no solo las más grandes que eran transadas en las bolsas de valores nacionales. Una muestra significativa acerca de la gran cantidad de información que debe ser divulgada actualmente la encontramos, por ejemplo, en la regulación S-K de la Securities Exchange Commission (SEC), en que a través del “integrated disclosure package”, que fusionó en una sola norma las obligaciones de disclosure contenidas en las leyes del 33 y del 34, se exige divulgación de información en más de 60 items. Ver Okelley & Thompson.

supervisora con mayor precisión y eficacia. A su vez, permite que instancias autorregulatorias como las bolsas de valores puedan implementar de mejor manera sus propios y más exigentes estándares a las empresas que cotizan sus valores en ellas y, finalmente, entregan herramientas mucho más eficaces a los órganos públicos encargados de sancionar civil y penalmente prácticas y conductas financieras ilegales

<sup>26</sup> <sub>27</sub>.

### 1.3. ¿Cómo regular mercados modernos? De reglas a principios

La regulación financiera se ejecuta sobre la base de dos instrumentos: reglas y principios. Las reglas, como lo dice su nombre, son instrucciones más o menos expresas sobre cómo actuar y están dirigidas ya sea a los individuos, a las empresas reguladas o al regulador. Los principios por el contrario, son declaraciones de intención más o menos generales que permiten al regulador tener más flexibilidad a la hora de adaptarse a situaciones cambiantes.

Luego de la crisis de Enron en los años noventa, en Estados Unidos se implementó la ley Sarbanes-Oxley que incrementó fuertemente la carga regulatoria a las empresas listadas en ese mercado. En términos de reglas versus principios, SOX tomó el camino de imponer más reglas. Por el contrario, Londres, en tanto centro financiero, desarrolló estratégicamente el concepto de que su regulación era basada en principios. En 10 años, Londres ganó una enorme ventaja a Nueva York como centro financiero y parecía que la lección era que una regulación basada en principios era preferible a una basada en reglas. ¿Puede esto cambiar con la crisis?

Salvo que producto de esta crisis se produzca una vuelta atrás en la integración financiera, en la realidad de los conglomerados, especialmente internacionales, y en la dinámica de la innovación, la regulación financiera del futuro deberá utilizar más *principios* que ilustren claramente la intencionalidad del regulador y que le permitan basarse en ellos para ejercer su rol, antes que *reglas* que, como veremos, corren el riesgo de perder relevancia frecuentemente. O sea, la crisis no debiera cambiar la necesidad de que la regulación repose más en principios, como sucede en la actualidad.

Esta proposición se deriva de la complejidad creciente de los mercados, ya sea por el desarrollo de conglomerados financieros altamente ininteligibles que actúan en varios mercados y que, por lo mismo, son capaces de arbitrar diferentes estándares de

---

<sup>26</sup> Ver Okelley & Thompson. Ob. Cit. -Pág. 881.

<sup>27</sup> Últimamente, sin embargo, la entrada en vigencia de la ley Sarbanes- Oxley de 2002, dictada como respuesta a los escándalos financieros protagonizados por Enron y algunas empresas tecnológicas, ha significado según algunos autores el inicio de una nueva era en la regulación financiera. Ello, toda vez que el contenido normativo de ese cuerpo legal “se habría alejado radicalmente de la preocupación histórica de la legislación del mercado de valores, esto es, proteger a los inversionistas a través del disclosure”. Cox, p. 9.

regulación o producto de innovaciones financieras. Además, todo lo anterior se ve reforzado producto de la globalización que acelera tanto los movimientos de capital hacia y desde Chile, como la propagación de la innovación financiera.

Entonces, si bien la crisis no pone en duda la necesidad de avanzar hacia una regulación más basada en principios y algo menos en reglas, lo que sí hace es cuestionar fuertemente cómo se implementa un sistema regulatorio basado en principios. Una regulación con mayor énfasis en principios, no quiere decir que baste con ideas generales y que luego cada uno trate de atenerse al principio. Algo que pudo haber provocado la crisis, es precisamente esa idea errada.

Lo que hemos aprendido de esta crisis es que una regulación más basada en principios, debe preocuparse de forma crítica de los elementos de gobernanza, tanto de los actores privados – emisores, clasificadores de riesgo, auditores, inversionistas institucionales – como de los actores públicos, en particular de los reguladores.

Mientras mayor repose el sistema en principios en relación a reglas, más importantes son las condiciones de gobernanza del sistema. La adopción de principios, deja más margen de acción a los regulados y reguladores. Uno de los temas principales de este trabajo, es precisamente la discusión sobre las condiciones de gobierno de los órganos reguladores.

## 2. Aprendiendo de la crisis internacional

La crisis internacional de 2007-2009, también denominada *Gran Recesión* para situarla un peldaño por debajo de la *Gran Depresión* de 1930, ha iluminado facetas del desempeño de las economías, de sus sectores financieros y de los actores económicos que, a la luz de la Hipótesis de Mercados Eficientes (HME), debieran implicar cambios importantes a la forma cómo se hace la regulación financiera.

Una forma simple de plantear los desafíos que se derivan de la crisis, es utilizar una variante del planteamiento original de la HME que ha sido esbozado por Robert Lucas, Premio Nobel de Economía. Según él, la HME puede ser reformulada diciendo que “los traders no perderán oportunidad de hacer una ganancia, si existe información relevante y oportuna”.

Desde la perspectiva regulatoria, la crisis debe entonces centrarse en tres aspectos:

a) respecto de los *traders*, existía en la literatura económica un optimismo respecto de cuán racional es su comportamiento, literatura recogida en la regulación financiera desde hace ya más de una década. La nascente disciplina de *finanzas del comportamiento*, muestra numerosos casos de comportamientos que difieren del paradigma de racionalidad económica. La regulación entonces debe tomar en cuenta que los individuos actúan en el mercado de acuerdo a características psicológicas complejas.

Sin embargo, las cosas son más complejas ya que los individuos, en este caso los traders, actúan en el mercado de manera organizada dentro de empresas. Las reglas de funcionamiento de las empresas, es decir, las características de su gobierno corporativo, que es una materia regulatoria en sí misma, afecta la racionalidad individual y colectiva.

b) respecto de la información, lo más destacable que nos enseña esta crisis, tiene que ver con el concepto de relevancia. Como señalábamos previamente, la regulación ha entendido que el concepto básico requerido para que la información cumpla su rol en hacer eficiente el funcionamiento del mercado, es el de *disclosure*. Sin embargo, en parte por las limitaciones de racionalidad que acabamos de señalar, el solo disclosure no basta para que la información sea relevante. La regulación deberá ocuparse con mayor ahínco de cómo la información existente llega al mercado no solo oportunamente, sino en una forma que permita a agentes con grados de racionalidad más limitada que lo que se pensaba de manera que el requisito de relevancia se cumpla.

Steven Schwarcz, director del Global Capital Market Center de Duke Law School, ha señalado respecto de las posibles fallas de disclosure develadas por esta crisis que, alternativamente

- El disclosure fue inadecuado, porque la profundidad de la caída del mercado inmobiliario excedió lo que razonablemente era predecible como peor escenario posible.

La falla en el disclosure, en este sentido, se habría manifestado en el hecho que los inversionistas, o los análisis de riesgo de los bancos de inversión en que suelen descansar, no habrían previsto el peor escenario posible, esto es, una caída abrupta en los precios de las viviendas, fallando así en el análisis de riesgo de largo plazo. Ese análisis de largo plazo y caída de precios de las viviendas, sugiere Schwarcz, estaba a la mano de los analistas siempre que escenarios como estos, ya habían tenido lugar en el mercado norteamericano. Por ejemplo, en el contexto de la Gran Depresión o en el colapso de Long Term Capital Management, hedge fund que en 1998 perdió cientos de millones de dólares en una crisis de naturaleza similar<sup>28</sup>. Con todo, advierte Schwarcz, no parece tan irracional haber entendido la Gran Depresión como un fenómeno único, dada su profundidad y efecto multiplicador.<sup>29</sup>

- El disclosure fue adecuado, pero muchos inversionistas fallaron al leer y analizar cuidadosamente la información o apreciar la información que estaba en sus manos.

---

<sup>28</sup> Schwarcz, Steven. Protecting Financial Markets: Lessons from the Subprime Mortgage Meltdown. Duke Law School Legal Studies, Research Paper Series, Research Paper No. 175. March 2008. pág. 8..

<sup>29</sup> Idem.

Bajo esta hipótesis, inversionistas habrían descansado fuertemente, y en ocasiones, solo en el análisis de terceros al momento de tomar sus decisiones de inversión, descansando excesivamente, por ejemplo, en el análisis que realizan los intermediarios que participan directamente en la oferta de los títulos<sup>30</sup> o en el examen que realizan las clasificadoras de riesgo sin hacer su propio due dilligence<sup>31</sup>.

En cuanto a la excesiva confianza de los inversionistas en las recomendaciones y análisis realizados por parte de los intermediarios, su conducta puede ser reprochable si sus intereses y los de los intermediarios están en conflicto o no están alineados. Eso podría ocurrir, por ejemplo, si las ofertas de los títulos se llevan a cabo bajo el formato de *firm commitment underwriting* y no bajo el esquema de *best effort underwriting*. En el caso del *firm commitment underwriting*, el emisor vende la totalidad de las acciones o un porcentaje importante de la colocación a un intermediario o corredor. El cual, asegura el éxito de la colocación para el emisor, cobrando un porcentaje o margen en la colocación final de las acciones. En el caso del *best effort underwriting*, el intermediario se compromete a realizar sus mejores esfuerzos a fin de lograr el éxito de la operación, obteniendo el pago de una comisión de colocación previamente establecida con el emisor y poniendo el riesgo de colocación exclusivamente de cargo del emisor<sup>32</sup>. Bajo el primer esquema, los incentivos para el intermediario estarán dirigidos a asegurar un alto porcentaje de la colocación y hacia la obtención de un mayor precio en la venta de los títulos. En ese escenario, el análisis de riesgo de los títulos que realiza el intermediario cuando decide participar en el negocio o cuando recomienda su adquisición puede que no desestime o no considere información relevante que hubiese alterado, en algún sentido, la decisión de invertir por parte de los inversionistas.

En el caso de las clasificadoras de riesgo, se esgrime una excesiva confianza de parte de los inversionistas en la clasificación de riesgo asignada a los títulos, sin haber realizados su propio escrutinio acerca de los riesgos aparejados a títulos con subyacentes de naturaleza hipotecaria, varios de ellos subprime. Como sugiere Schwarcz, el problema de agencia

---

<sup>30</sup> Como explica un autor: “Inversionistas tenían a su disposición los prospectos con información precisa y suficiente para sustentar sus decisiones de inversión y, sin embargo, la realidad es que ellos no fueron diligentes en leer esa información ni en digerir los riesgos asociados a esas inversiones”. Andrews, Daniel. “The clean up: investors need better advice on structured finance products”. *Int'l Fin. L.Rev.* 14, Septiembre 2007. Citado por Schwarcz, p. 10

<sup>31</sup> Schwarcz adelanta otras sub-hipotesis dentro de este exceso de confianza en la evaluación que hacen terceros. Entre otras, señala que como resultado de la “burbuja inmobiliaria” muchos inversionistas pudieron verse motivados por la euforia del momento sin poner atención a lo que en la práctica estaban adquiriendo, tal y como ocurrió, por ejemplo, con la burbuja de los tulipanes holandeses en el siglo XVII. Ver *idem*. Pág. 11.

<sup>32</sup> Ver Cox Hillman and Langevort, *ob. Cit.* pág. 136.



inherente en el sistema de financiamiento de las agencias clasificadoras, determinado básicamente por la remuneración que el emisor paga por la labor de clasificación, podría haber generado el incentivo suficiente a los inversionistas para realizar su propio análisis o, si lo hicieron, uno más exhaustivo<sup>33</sup>.

- El disclosure fue inadecuado, porque las transacciones eran tan complejas, que inversionistas no entendían a cabalidad todos sus alcances<sup>34</sup>.

Frente a esta hipótesis de esta naturaleza, la clásica herramienta regulatoria que han adoptado las autoridades, ha sido restringir el potencial universo de inversionistas que pueden acceder a estos mercados, exigiendo a los inversionistas algún grado de sofisticación o expertise en el mercado financiero. A ello, se suele además restringir la posibilidad de revender los títulos adquiridos por un cierto espacio de tiempo o a inversionistas de la misma clase. Medidas algo paternalistas como estas, son las que suelen dictarse en aquellos casos en que la información asociada a los títulos que se emiten tiene un riesgo implícito mayor, tanto por que el emisor tiene poca historia en el mercado, la información que se divulga es menos completa o más compleja que la habitual, la regulación del país de origen del emisor no cumple con ciertos estándares regulatorios o el idioma en que la información es difundida es ajeno a el idioma del país en que los títulos son ofrecidos<sup>35</sup>.

---

<sup>33</sup> Schwarcz, p. 13.

<sup>34</sup> Idem. pág. 12.

<sup>35</sup> Esta es la lógica regulatoria de emisiones que se realizan al amparo de la regulación D (rules 504, 505 y 506) o la regulación A o, en el mercado secundario, de transacciones que tienen lugar al amparo de las conocidas rules 144A y 145. En Chile, la misma lógica regulatoria ha servido de base para la dictación, por ejemplo, de la Norma de Carácter General N° 216, de junio de 2008, que confiere el carácter de “calificados” a una serie de inversionistas, habilitándolos para participar en los mercados especiales que establezca la SVS y en las ofertas o colocaciones dirigidas a estos inversionistas. La norma confiere el estatus de calificado a los inversionistas institucionales; corredores de bolsa y agentes de valores, cuando actúen por cuenta propia; Personas naturales o jurídicas y entidades que al momento de efectuar la inversión cuenten con inversiones financieras por un monto no inferior a 10.000 Unidades de Fomento o superior a 2.000 UF y que además cumplan con alguno de los siguientes requisitos: a) Contar con activos iguales o superiores a 100.000 Unidades de Fomento; b) Haber realizado transacciones en el mercado de valores por un monto individual igual o superior a 1.000 Unidades de Fomento y con una frecuencia mínima de 20 operaciones trimestrales, durante los últimos 4 trimestres; c) Contar con el conocimiento necesario para entender los riesgos que conlleva participar en mercados, colocaciones u ofertas con requisitos, condiciones, parámetros y riesgos distintos a los propios del mercado general de valores. Uno de esos mercados especiales está constituido por el de la oferta de acciones extranjeras de la que se refiere la Norma de Carácter General N° 217, que establece los requisitos que debe cumplir la oferta pública de acciones extranjeras en Chile, así como también los títulos o certificados representativos de éstas. De conformidad con esta nueva normativa, acciones extranjeras y certificados representativos de éstas podrán ser inscritos no ya solo por sus emisores (tal como ocurría con el modelo original de la bolsa *off-shore*), sino que ahora también, a través de la nueva figura legal del “patrocinador”, mediante intermediarios de valores (corredoras y agentes de valores y bolsas nacionales de valores). La normativa de la SVS establece además que, para el caso en que las acciones o certificados pertenezcan a mercados reconocidos por la SVS, la oferta de los títulos estará



- Aun cuando el disclosure fue el adecuado e inversionistas entendían y asimilaban la información correctamente, el disclosure por sí mismo es una herramienta regulatoria inadecuada para hacer frente al riesgo sistémico del mercado financiero.

c) que los mercados sean eficientes, no quiere decir que no pueda haber crisis o que los mercados sean estables. El concepto de eficiencia hace referencia a que, en ausencia de restricciones indebidas, los precios de activos financieros debieran resumir toda la información disponible, en el sentido descrito más arriba, producto de la especulación de los traders.

Sin embargo, la crisis ha recordado que la inestabilidad financiera tiene consecuencias macroeconómicas de primer orden. Es necesario por lo tanto, que en el diseño de la regulación financiera exista una mayor preocupación por los aspectos de *riesgo sistémico* que el que tenían previamente los reguladores.

### 3. Hacia una nueva institucionalidad regulatoria en Chile

#### 3.1. Breve historia de la institucionalidad regulatoria chilena.

##### 3.1.1. Misión Kemmerer<sup>36</sup>

La misión Kemmerer, conformada por economistas estadounidenses y presidida por el Dr. Edwin Walter Kemmerer, fue contratada por varios países con el fin de reestructurar los sistemas monetarios, bancarios y fiscales, entre los años 1923 y 1931. Los grupos dirigentes en los países contratantes, deseaban estas innovaciones para consolidar internamente la estabilidad monetaria y política, y de esta manera atraer inversiones extranjeras. Debido al dominio de los Estados Unidos en los mercados internacionales, después de su victoria en la primera guerra mundial, los líderes latinoamericanos creyeron que los consejeros norteamericanos más que los europeos o a los de su propio país, poseían la clave para un crecimiento a través del endeudamiento. Las crecientes exportaciones chilenas a Estados Unidos y aumentos constantes de aporte de capital de las

---

abierta para toda clase de inversionistas locales. Sin embargo, para el caso en que tales acciones o certificados provengan de mercados no reconocidos, los títulos podrán ser únicamente demandados por Inversionistas que reúnan el carácter de “Calificados”. Siguiendo los propios términos de la nueva normativa, se entiende por “mercados reconocidos”, aquellos mercados de valores de países miembros de IOSCO que cuentan con estándares al menos similares a los del mercado local, en cuanto a la revelación de información, transparencia de las operaciones y sistemas institucionales de regulación, supervisión, vigilancia y sanción sobre los emisores y sus títulos.

<sup>36</sup> Fuente: Drake, Paul W., La misión Kemmerer a Chile: consejeros norteamericanos, estabilización y endeudamiento, 1925-1932. Revista de Estudios Históricos, Volumen 1, N°1 Agosto de 2004; Historia de Banco Central de Chile (Sitio web)

empresas extranjeras, contribuyeron en incentivar a esta iniciativa en nuestro país.

Durante el año 1925, de acuerdo a las recomendaciones del Dr. Kemmerer realizadas en su visita a Chile, el gobierno creó los proyectos de ley necesarios para remodelar el sistema monetario y financiero. Estos incluyeron la ley monetaria, que buscaba estabilizar el valor de la moneda y establecer el patrón oro como base de la unidad monetaria del país; la creación del Banco Central de Chile y la promulgación de la Ley General de Bancos (a través de la cual se creó la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras) y la ley orgánica del presupuesto.

### 3.1.2. Evolución de la Supervisión financiera en Chile

La supervisión financiera en Chile comenzó en el año 1865, representada por la disposición del Código de Comercio para supervisar las sociedades anónimas. Por su parte, la Ley N°1.712 de 1904 reglamentó el funcionamiento de las compañías de seguros, las que estaban sujetas a la fiscalización de sus operaciones de las instituciones nacionales y agencias de compañías extranjeras. Posteriormente, en 1924, reglamentaron las operaciones de bolsa mediante el DL N°93, en el cual se estableció la existencia de un inspector tanto en Santiago como en Valparaíso. Además, se creó la Inspección de Sociedades Anónimas dada la complementación de su régimen legal, a través del DL N°158.

Luego en 1927, la Ley N°4.228 creó la Superintendencia de Compañías de Seguros derogando la Ley N°1.712. Mientras que al año siguiente, la Ley N°4.404 fundó la Inspección General de Sociedades Anónimas y Operaciones Bursátiles. Ambos organismos se fusionan el año 1931, a través del DFL N°25, bajo el nombre de Superintendencia de Sociedades Anónimas, Compañías de Seguros y Bolsas de Comercio.

### 3.1.3. 1980: Creación de la Superintendencia de Valores y Seguros

El 23 de diciembre de 1980, se creó la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) a través del DL N° 3.538, derogando el DFL N°25. De esta manera, se visualiza la estructura organizacional y jurisdiccional proviene de la Superintendencia de Compañías de Seguros, Sociedades Anónimas y Bolsas de Comercio.

Las funciones de la actual Superintendencia, iniciadas en el año 1865, abarcan a las entidades que participan en el mercado de valores de nuestro país, esto es, las sociedades anónimas, compañías de seguros, bolsas de valores e intermediarios, fondos mutuos y sus administradoras, más otras entidades que han ingresado a dicho mercado en los últimos años; tales como clasificadoras de riesgo, fondos de inversión de capital extranjero y fondos de inversión. Adicionalmente,

diversas legislaciones le han encargado a la SVS la supervisión de Cuerpos de Bomberos, Sociedades Anónimas Deportivas Profesionales, Fondos para la Vivienda y de Crédito Universitario, empresas públicas, Cajas de Compensación, etc.

#### 3.1.4. 2007: Reestructuración de la Superintendencia de Pensiones

El Decreto Ley N° 3.500 del año 1980, creó la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (SAFP), cuyo objetivo es la supervisión y control de las Administradoras de Fondos de Pensiones y de la Administradora de Fondos de Cesantía, entidades que recaudan las cotizaciones, invierten recursos y pagan beneficios del seguro de cesantía. Adicionalmente, a través de la denominada “cuenta dos” ofrecida por las AFP, la SP supervisa productos de ahorro que compiten con fondos mutos y otras alternativas de ahorro líquido.

Debido a la introducción de la Reforma Previsional en el año 2007, con inicio de la puesta en marcha a mediados de 2008, la SAFP asume nuevas funciones y deberes. Estos cambios, que son indicados en la Ley N° 20.255, tienen propósitos de integrar el sistema de pensiones, ampliar el pilar solidario y fortalecer el pilar contributivo y voluntario. Esta reforma requirió la necesidad de supervisión integral, cuya función es desempeñada por la actual Superintendencia de Pensiones.

### 3.2. Arquitectura Regulatoria: modelos conceptuales

Al analizar las diferentes estructuras regulatorias en el mundo, es posible clasificarlas en tres tipos<sup>37</sup>.

#### 3.2.1. Modelo Por Silos Industriales

Este enfoque es uno de los más clásicos para supervisar el mercado financiero. Consiste en dividir la regulación según el estatus legal de las organizaciones, por ejemplo, bancos, compañías de seguros y corredoras de bolsas, entre otros. Algunos países que aplican este tipo de regulación son: Chile, Estados Unidos<sup>38</sup>, China, Hong Kong y México.

---

<sup>37</sup> Fuente: “*The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace*”, The Group of Thirty, 2008.

<sup>38</sup> Es un caso excepcional ya que, a pesar de poseer una estructura por silo, también comparte características de enfoque integral. Adicionalmente, el nivel de complejidad de la estructura regulatoria de Estados Unidos es muy alto debido a la cantidad de organismos existentes en el país a nivel estatal. Por esta razón, en 2008 U.S. Treasury’s *Blueprint of a Modernized Financial Regulatory Structure* propuso modificar a un enfoque funcional en el largo plazo.

### 3.2.2. Modelo Funcional

Este modelo, está basado en el principio de regulación por funciones sin importar el estatus legal de la empresa financiera. Las funciones tradicionalmente consideradas son solvencia, conducta de mercado y defensa del consumidor, y liquidez. El modelo original de este tipo nació en Australia, pero hay varios países que lentamente se mueven en esa dirección incluyendo Francia y España.

### 3.2.3. Modelo Integral

Bajo este enfoque, existe un único regulador universal que supervisa todo el mercado. Este modelo de supervisión es utilizado por Bolivia, Colombia, Alemania, Japón, Suiza y Reino Unido.

## 3.3. El modelo chileno: silos industriales con coordinación

La regulación chilena del mercado de capitales es efectuada por varias superintendencias especializadas por segmentos industriales. Las cuales corresponden a la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) y la Superintendencia de Pensiones (SP).

La SVS fiscaliza las actividades y entidades que participan de los mercados de valores y de seguros en Chile. Así, a la SVS le corresponde velar que las personas o instituciones supervisadas, desde su iniciación hasta el término de su liquidación, cumplan con las leyes, reglamentos, estatutos y otras disposiciones que rijan el funcionamiento de estos mercados.

La SBIF supervisa el funcionamiento de los bancos y otras instituciones financieras, además de aplicar facultades para una adecuada supervisión preventiva, incorporando la evaluación de gestión y solvencia de dichas entidades.

La SP fiscaliza el funcionamiento de las Administradoras de Fondos de Pensiones y de la Administradora de Fondos de Cesantía, en sus aspectos jurídicos, administrativos y financieros. Además, supervigila y fiscaliza el Sistema de Pensiones Solidarias y los regímenes de prestaciones de las cajas de previsión y del Servicio de Seguro Social que administra el INP.

Cabe señalar que, la Superintendencia de Seguridad Social también participa en la regulación del mercado financiero. Esta superintendencia se creó mediante la Ley N° 16.395, y tiene como objetivo supervisar el funcionamiento de las Cajas de

Compensación de Asignación Familiar que están autorizadas por Ley a ofrecer créditos de consumo y mutuos hipotecarios.

Este modelo de supervisión descentralizada, requiere coordinación entre los reguladores debido a los mercados cada vez más dinámicos e interrelacionados, entre sí al interior del país y respecto de mercados internacionales. Actualmente, existen instancias establecidas para alcanzar mayor nivel de coordinación: el Comité de Superintendentes del Sector Financiero (CSSF) y el Comité de Mercado de Capitales.

El Comité de Superintendentes fue establecido en el año 2001 con el objeto de perfeccionar la coordinación entre los organismos reguladores, la integración de servicios financieros y la emergencia de bancos de gran escala con una importante participación de mercado en segmentos clave. Este comité está conformado por los superintendentes de Bancos e Instituciones Financieras, de Pensiones, de Valores y Seguros, y los representantes del Banco Central quienes actúan como observadores. Esta coordinación se lleva a cabo mediante definición de objetivos anuales y reuniones mensuales, en la cual participan los tres Superintendentes, tres directores representantes de cada Superintendencia, dos representantes del Banco Central e integrantes adicionales según el tema.

Esta estructura se reforzó con la facultad de la Ley 20.190 publicada el 5 de junio de 2007, que confirió a los superintendentes la facultad de compartir con sus pares cualquier información, excepto aquella sujeta a secreto bancario. Además, recientemente, se creó una Secretaría Técnica para dar mayor institucionalidad a este organismo, la que viene a fortalecer el funcionamiento del Comité y su coordinación. Este comité no tiene aún carácter legal.

Por otra parte, el Comité de Mercado de Capitales fue constituido en el año 2006, impulsado por la Reforma a Mercados Capitales, y tiene como objetivo principal diseñar políticas de desarrollo de mercados financieros y llevar a cabo consultas con el sector privado sobre estas materias con el fin de mejorar permanentemente la competitividad financiera y monitorear coordinadamente el monitoreo de las iniciativas. Este comité, es presidido por el Ministro de Hacienda y está conformado por los superintendentes de Valores y Seguros, de Bancos e Instituciones Financieras y de Pensiones y representantes del Banco Central. Cabe señalar que este organismo tampoco cuenta con carácter legal.

### 3.3. ¿Por qué reformar el modelo de superintendencias?

La estructura actual de las superintendencias en Chile data de la Misión Kemmerer en los años 1925. Desde entonces, dicha estructura no ha cambiado en lo sustancial. Sin embargo, ha habido shocks importantes en el período incluyendo la gran depresión, la crisis de los años 80 y la actual crisis financiera

internacional, sin que ellas hayan tenido ningún impacto sobre el modelo de regulación imperante.

Chile tiene hoy una economía sólida y un sistema financiero que ha resistido bien esta última gran crisis. ¿Por qué entonces reformar la regulación?

Dos razones al menos se pueden describir desde una perspectiva macroeconómica, la desaceleración de la productividad. Está documentado, por ejemplo en Fuentes y Morales (2007), que la productividad en Chile se ha desacelerado significativamente. En efecto, si entre 1990 y 1997 la productividad creció al 3,5% anual, entre 1998 y 2005 dicho crecimiento se desaceleró a 1,8%. Desde otra perspectiva, el sector financiero, que fue un importante protagonista en términos de innovación en los años 90, ha dejado de aportar a la innovación como solía hacerlo.

Esta desaceleración de la innovación tiene dos fuentes, desde el punto de vista que nos interesa:

- (a) La velocidad de adaptación y modernización de la estructura regulatoria es más lenta que el desarrollo del mercado, producto de la desproporcionada cantidad de detalles técnicos que son incorporados en las leyes. La necesidad de hacer reformas legales para modificar detalles técnicos, impide que éstos estén disponibles a tiempo para servir a las necesidades del mercado. Por ejemplo, hasta hace poco el régimen de inversión de las AFP estaba casi completamente en la Ley, cosa que se corrigió con la reforma previsional. El régimen de inversión de las Compañías de Seguro, por el contrario, sigue estando presente en la Ley.

La razón por la cual esto ocurre, se debe a un mal equilibrio generado por la mala estructura de gobierno de las superintendencias. Al estar el poder concentrado en una persona de confianza del Presidente de la República, el Superintendente, esa persona no puede garantizar que no habrá cambios a la regulación en períodos posteriores. Por ello, tanto el Ministerio de Hacienda que tiene la iniciativa legislativa, los miembros del Congreso y las propias industrias prefieren acotar el ejercicio discrecional de las facultades del Superintendente por la vía legal. Esto es ineficiente.

Desde esta perspectiva, la reforma a la regulación requiere de una nueva estructura de gobierno de los órganos reguladores.

- (b) En prácticamente todos los subsectores financieros hay o han habido cuestionamientos a la forma cómo se da la competencia entre actores. Esto ocurre tanto al interior de cada subsector. Por ejemplo, hasta antes de la reforma previsional en el caso de las AFP o actualmente en el caso de los bancos. Sin embargo, los conglomerados financieros no están hoy reclusos en su silo industrial de origen, sino que prácticamente todos han desarrollado

actividades en otros subsectores. Desde esta perspectiva, la lucha por mejorar las condiciones competitivas no solo deben abarcar a los bancos o compañías de seguro como subsectores sino a la industria financiera en general.

Por otro lado, la crisis ha dejado de manifiesto que algunas de sus causas han sido las inapropiadas estructuras de regulación en Estados Unidos y Europa por un lado, y el Reino Unido por otro. Una dimensión tiene que ver con la prevalencia en Estados Unidos y Europa, como en Chile, de reguladores por silos industriales a los que les cuesta supervisar instituciones financieras complejas, con presencia en varios sectores y varios países. Otra dimensión tiene que ver con la estructura de gobierno de esos reguladores y lo permeables que pudieron haber sido frente a presiones políticas para adoptar esquemas de desregulación no necesariamente deseados por ellos.

Finalmente, existe en Chile la necesidad de reformar la forma en cómo se lleva a cabo el proceso sancionador, tanto en lo que se refiere a la modernización del debido proceso y a la necesidad de establecer criterios homogéneos de defensa de los consumidores de productos financieros y de lucha contra los abusos de mercado. Esto perfeccionaría el grado de cumplimiento de las regulaciones contribuyendo en todas las dimensiones a perfeccionar el aporte del sector financiero a la economía del país.

### 3.4. Elementos para un nuevo modelo de regulación : Gobernanza

#### 3.4.1. Gobierno colegiado

En primer lugar, la figura del Superintendente concentra en la regulación chilena una enorme dosis de poder y con un escaso nivel formal de transparencia y rendición de cuentas de sus decisiones. Por ello, en la práctica el ejercicio de sus facultades se ven limitadas por el carácter excesivamente detallista de las leyes de los mercados que les toca regular y que buscan limitar, por la vía legal, las facultades discrecionales del supervisor. Esta lógica promueve una regulación muy basada en reglas y poco en principios. Por ello, para adaptar la regulación a la realidad de los cambiantes mercados financieros en Chile, es necesario cambiar leyes con demasiada frecuencia.

La figura del superintendente debe ser reemplazada por un cuerpo colegiado de gobierno del órgano regulador, un directorio. Dicho directorio, cumpliendo con todas las formalidades necesarias, provee a la institución de una estabilidad en materia de decisiones que, si bien ha existido producto de la inusual larga secuencia de gobiernos de la misma coalición política, ella no está garantizada si la alternancia en el poder se hace más frecuente.

#### 3.4.2. El tipo de autonomía necesaria para los reguladores financieros



Los reguladores financieros deben ser más autónomos que en la actualidad. La razón de esto difiere de la que justifica la autonomía del Banco Central. En efecto, en el caso del Banco Central la autonomía busca limitar el uso de la política monetaria para fines electorales. Ello atenta contra la credibilidad del Instituto Emisor y en definitiva tiene como consecuencia tanto un nivel de inflación de largo plazo superior como una menor efectividad de la política monetaria.

En el caso de los reguladores financieros, su autonomía busca generar condiciones creíbles para todos los *stakeholders* respecto de la persistencia de políticas normativas, supervisoras y sancionadoras. En estas materias, la persistencia de ciertas políticas, por ejemplo la determinación de combatir los abusos de mercado y el uso de información privilegiada, generan incentivos adecuados en el sector privado. Asimismo, la estabilidad de criterios normativos hace que la institución sea más predecible y por ello permite delegar en ella un mayor rango de decisiones normativas sin necesidad de recargar inútilmente las leyes.

Sin embargo, el tipo de autonomía de los reguladores financieros no es igual que la requerida para el Banco Central. En dicho caso, el conflicto que justifica la autonomía del ente emisor es precisamente con el Gobierno. En el caso de los reguladores financieros, el problema no es de resolver un conflicto, que ciertamente puede existir, sino de la necesidad de imprimir predictibilidad, credibilidad y transparencia a las decisiones regulatorias a través del ciclo político.

Esto debe hacerse compatibilizando dicho objetivo con la naturaleza política de las decisiones regulatorias y sus consecuencias.

### 3.4.3. Explicitar la representatividad política

En lo referido a temas regulatorios, existen diversas visiones del mundo que se ponen en juego (alguien podría decir que la proposición de que se requiere avanzar más hacia principios es una de dichas visiones). Los reguladores interpretan la ley y en cierta forma co-legislan al señalar cómo debe aplicarse la ley. Esto hace poco creíble que la función regulatoria pueda ser encomendada solamente a un buen profesional.

Si aceptamos que el regulador en la práctica co-legisla, es razonable pensar que de alguna forma las influencias políticas se dejarán sentir sobre el regulador y sobre su proceso de nominación, en la práctica subvirtiéndolo. Por ello, parece más sano que se explicite la representatividad política en el Consejo de Dirección sujeto a estrictos criterios de mérito y conocimiento de los temas financieros.



Un esquema en que los miembros del Consejo Directivo de cada órgano regulador sean nombrados por el Presidente de la República pero con ratificación del Senado, logra el objetivo de seleccionar a los mejores pero explicitando las opciones políticas de cada uno. La ratificación del Senado, le entrega a la institución una legitimidad democrática necesaria para el mejor desempeño de sus funciones. En efecto, al decidir sobre materias normativas en particular, si la idea es traspasar al nivel normativo materias técnicas hoy presentes en las Leyes, los reguladores utilizan concepciones del mundo que tienen en alguna parte una relación con una concepción política.

La influencia de la política en materias regulatorias es evidente y por ello es que ese propone que dicha influencia sea abierta, transparente y de alto nivel. Un esquema como el planteado es similar al que tiene el proceso de nombramiento del Banco Central, el cual ha logrado compatibilizar un muy alto nivel profesional de los integrantes del Consejo con una transparente representatividad política que *legitima* la institución.

#### 3.4.4. Crisis y liderazgo

Los reguladores financieros, más frecuentemente que los banqueros centrales, enfrentan situaciones de urgencia que requieren de un proceso de toma de decisiones muy expedito. Esta faceta debe estar contemplada en el diseño. Una posibilidad, es que el Presidente del Consejo tenga ciertas ventajas en términos del derecho de voto, por ejemplo si el Consejo estuviera integrado por cuatro miembros, el Presidente puede tener voto dirimente. Alternativamente, ciertos poderes extraordinarios podrían serle entregados al Presidente en momentos de crisis ya sea por el Consejo mismo o por el Ministro de Hacienda.

- (a) En la medida que la institución tenga una función específica que cumplir, ya sea solvencia o conducta, su eficiencia en tanto regulador será superior. La empresa privada tiene en principio dos ventajas sobre las instituciones públicas que le permiten, ex ante, ser más eficiente: la propiedad ejercida por el controlador y la focalización de los esfuerzos en torno a la maximización de utilidades. En la medida que se avance hacia darle al regulador un solo objetivo, solvencia o conducta y evitando además el conflicto existente entre ambos objetivos, la eficiencia mejoraría

#### 3.5. Autonomía sancionatoria y revisión judicial: alternativas

Una de las potestades más emblemáticas de que están dotadas las Superintendencias, es aquella que las habilita para imponer sanciones administrativas (multas, censuras, revocaciones, etc.), para aquellos casos en que los entes fiscalizados infrinjan el marco regulatorio a que están sujetos. Aún más, buena parte de la independencia de una agencia regulatoria, se juzga,

precisamente, en su autonomía para ejercer esta atribución. Con todo, el ejercicio del poder sancionatorio por parte de las superintendencias o agencias regulatorias en general, plantea una serie de problemas tanto desde el punto de vista orgánico y constituye, quizás, uno de los temas más debatidos por la doctrina administrativa y constitucional en el último tiempo.

La imposición de una sanción administrativa tiene un componente orgánico. Toda vez que ella debe ser impuesta por un órgano competente para ejercer la potestad pública sancionatoria. La determinación de qué clase de potestades, con qué intensidad pueden ser ejercidas y a qué clase de controles legales han de someterse las agencias regulatorias cuando imponen una sanción a un administrado, es un desafío no menor para el diseño de esta clase de instituciones y que implica necesariamente ponderar y evaluar distintas alternativas institucionales disponibles.

Una primera cuestión implica decidir si la agencia constituirá una instancia más bien jurisdiccional, o si se quiere, de primera instancia. En ese caso, las sanciones han de ser impuestas por el órgano administrativo luego de un proceso previo, debidamente sustanciado internamente, y en que los administrados están revestidos de las suficientes garantías en materia de derecho a defensa, prueba e imparcialidad y objetividad del órgano sancionador.

En este caso, al interior del órgano, deberá existir una instancia separada, dotada de cierta autonomía funcional, encargada de recabar los antecedentes y la prueba suficiente que permita fundar racionalmente la imposición de la sanción. Deberá existir, además, una instancia independiente, idealmente colegiada, dotada de la competencia para ponderar los antecedentes recabados por el acusador y la prueba o argumentos aportados por el administrado, de manera tal que el acto sancionatorio sea impuesto, en los hechos, por una autoridad investida de la debida objetividad e imparcialidad. Esta es la opción que requiere menos reformas a la actual estructura de las superintendencias y que fue propuesta por la Superintendencia de Valores y Seguros (ver Superintendencia de Valores y Seguros, 2008).

Con todo, una salida alternativa a este diseño institucional puede estar dada por el establecimiento de un órgano con potestades esencialmente acusatorias, con un poder sancionatorio directo restringido, y sujeto a la aprobación de mérito y forma, por parte de un órgano independiente, sea este administrativo, judicial o cuasi jurisdiccional (modelo FNE y TDLC).

Por su parte, un tema relevante a este respecto se refiere a la determinación del grado de intensidad con que podrán ser revisadas las decisiones del órgano administrativo, y si esa revisión debe ser llevada a cabo por una instancia cuasi jurisdiccional especializada –tal y como ocurre en materia de libre competencia y, recientemente, en materia tributaria y aduanera–, o bien, por una instancia judicial superior, como ocurre en materia eléctrica o de telecomunicaciones respecto de las Cortes de Apelaciones.

Una segunda cuestión a resolver se refiere a la determinación de la intensidad con que las decisiones del órgano administrativo, o de la instancia cuasi jurisdiccional en su caso, podrá ser revisada judicialmente a los efectos de satisfacer el principio de tutela judicial consagrado en la Constitución Política. Una alternativa será entender que la sanción en este caso la impone un órgano administrativo, dentro del ámbito de su competencia, de manera tal que esa decisión, al menos en su mérito, debe ser analizada con un cierto grado de “deferencia” y, en consecuencia, estar restringida esencialmente al examen del cumplimiento de garantías procesales de los administrados.

En materia de fiscalización del sector financiero, la experiencia anglosajona ha dado muestras de que el modelo de agencia independiente, dotada de un poder sancionatorio general y cuyas decisiones son revisables únicamente en su forma y no en su mérito por la justicia ordinaria, ha dado muestras de ser una institucionalidad eficiente, altamente especializada y que, con los debidos resguardos legales, puede dar garantías suficiente a los sujetos fiscalizados en cuanto al respeto de sus derechos.

### 3.6. Elementos para un nuevo modelo de regulación : perímetro de la regulación

#### 3.6.1. El modelo funcional de supervisión financiera

Una alternativa para un nuevo modelo de supervisión financiera consiste en concebir a los reguladores financieros en virtud de una función particular que se supervisa y no de la industria en que se ejerce la función. Este modelo fue diseñado por primera vez en Australia a mediados de los años noventa y comenzó a ser utilizado a finales de la misma década.

Existen tres funciones genéricas que debe tener un regulador financiero: solvencia, conducta de mercado, incluyendo defensa del consumidor, y liquidez.

Estas funciones tienen distintos grados de conflicto y complementariedad entre ellos. Hay un conflicto potencial entre la función de solvencia y conducta de mercado. Una institución débil desde el punto de vista patrimonial puede resolver dicha situación generando ganancias ilícitas abusando del mercado o de los propios consumidores. Ello puede ser una visión corto placista en función de los incentivos que ponga el regulador: si éste tiene una política clara, definida y creíble de combate a este tipo de acciones, entonces probablemente la entidad recurra menos a esta solución para enfrentar su situación. Este conflicto, es el que justifica la separación de funciones en dos reguladores distintos.

Otro conflicto, tiene que ver con el que existe entre la política monetaria y la supervisión de solvencia y liquidez. En efecto, al decidir el nivel apropiado de tasas de interés por razones inflacionarias no parece razonable que ello se vea

influido por la situación patrimonial de las entidades financieras. Ello requiere coordinación entre entes supervisores, pero el conflicto es mejor manejado si se trata de entidades separadas, tanto desde el punto de vista de cómo el regulador maneja su conflicto como respecto de los incentivos que la especialización de funciones genera en el sector privado.

Por otro lado, los problemas de liquidez que enfrente una entidad financiera pueden convertirse en problemas de solvencia de ella misma y la falla de solvencia de una entidad puede implicar un problema de liquidez en otras instituciones. Entonces, al nivel de la institución financiera individual, parece necesario que tanto la supervisión de liquidez como de solvencia no esté en las mismas manos.

El modelo funcional, considera que cada regulador se especialice una de las tres funciones correspondientes. En lo que sigue solo discutimos las funciones de conducta de mercado y de solvencia. La función de provisión de liquidez que ejerce el Banco Central se tratará aparte, ya que sus características no dependen de cómo se organice el resto del aparato regulador.

#### 3.6.1.1. Regulador de Conducta de Mercado y Defensa de los Consumidores de Productos Financieros

Un primer regulador funcional, se ocupa exclusivamente de velar por la integridad de los mercados financieros y porque los consumidores de productos financieros vean respetados sus derechos. Veamos algunos casos ya existentes.

El Australian Securities and Investments Commission<sup>39</sup> (ASIC) es el regulador de conducta de mercado y defensa de los consumidores de Australia, el cual supervisa las compañías, mercados financieros, organizaciones de servicios financieros y profesionales que desempeñan en este ámbito.

Sus objetivos principales son, primero, ayudar y proteger a los inversionistas y consumidores del mercado financiero. Segundo, promover confianza y participación informada de los inversores y consumidores en el sistema financiero. Tercero, administrar la ley de manera efectiva con requerimientos de procesos mínimos. Cuarto, administrar implicancias locales e internacionales de una turbulencia financiera global. Quinto, recibir, procesar y almacenar información de forma eficiente. Y por último, mejorar los servicios y disminuir costos utilizando nuevas tecnologías y procesos.

---

<sup>39</sup> Fuente: página web ASIC ([www.asic.gov.au](http://www.asic.gov.au))

El ASIC emite guías regulatorias, mejores prácticas y códigos de conducta, para luego supervisar su cumplimiento. El Reserve Bank of Australia tiene responsabilidad por la estabilidad financiera, tasas de interés y sistema de pagos. En cambio, el ASIC es responsable por asegurar que la conducta de los títulos financieros sea de manera consistente con la estabilidad financiera.

El Autorité des marchés financiers<sup>40</sup> (AMF) de Francia fue establecido en el año 2003 a través de Financial Security Act, tras la fusión de Commission des opérations de bourse (COB), Conseil des marchés financiers (CMF) y Conseil de discipline de la gestion financière (CDGF).

Sus responsabilidades se pueden dividir en cuatro categorías: Regulación, Autorización, Supervisión y Aplicación. Las funciones de AMF son realizadas con el fin de alcanzar los objetivos siguientes: primero, salvaguardar las inversiones en instrumentos financieros; segundo, asegurar que los inversionistas reciban información; tercero, mantener ordenadamente los mercados financieros.

El Authority for the Financial Markets<sup>41</sup> (AFM) de Holanda es el responsable de supervisar las operaciones del mercado de capitales desde el año 2002. Esto implica que el AFM supervisa la conducta de todos los sectores del sistema financiero incluyendo los ahorros, inversiones, seguros y préstamos. A través de la fiscalización de la conducta de mercado, su objetivo principal es contribuir la eficiencia en las operaciones financieras. La supervisión de la conducta de mercado está enfocada en la protección de los participantes en el mercado de capitales y la proporción de información necesaria de manera adecuada.

#### 3.6.1.2. Regulador de Solvencia y Liquidez de las Instituciones Financieras

Independientemente de la autoridad que supervisa la integridad de los mercados y los derechos de los clientes, es necesario que exista un autoridad que supervigile la solvencia de los prestadores de servicios financieros. Veamos nuevamente ejemplos.

El Australian Prudential Regulatory Authority<sup>42</sup> (APRA), creado en el año 1998, se encarga de regular la solvencia y liquidez de las instituciones financieras tales como los bancos, sociedades constructoras, fondos de pensiones y compañías de seguros, entre otros. Su enfoque regulatorio principal es la supervisión basada en riesgo, consultiva y consistente con las mejores prácticas internacionales. Este enfoque reconoce que la administración y el comité de las organizaciones supervisadas son los principales responsables de su solvencia financiera.

---

<sup>40</sup> Fuente: página web AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org))

<sup>41</sup> Fuente: página web AFM ([www.afm.nl](http://www.afm.nl))

<sup>42</sup> Fuente: página web APRA ([www.apra.gov.au](http://www.apra.gov.au))

Adicionalmente, APRA posee el deber de promover la estabilidad del sistema financiero australiano, objetivo compartido con Reserve Bank of Australia (RBA), y en consecuencia su cooperación en este ámbito es fundamental. Aunque el RBA no tiene obligación de proteger el interés de los depositantes bancarios ni de supervisar instituciones financieras, tiene como objetivo proveer liquidez necesaria para apoyar el funcionamiento del sistema financiero. Con el fin de alcanzar el objetivo propuesto, ambas instituciones acordaron en intercambiar información de manera oportuna y completa a través de un memorandum<sup>43</sup>. Cuando una de las organizaciones mencionadas identifica una situación considerada como amenazadora a la estabilidad del sistema financiero, dará aviso a la otra. Las respuestas a estas distorsiones dependerán de la circunstancia, no obstante, siempre ambas se mantendrán informadas de la situación. APRA es el responsable de intervenir instituciones con dificultad de cumplir sus obligaciones y RBA es el responsable de determinar si debe y cómo proveer liquidez.

### 3.6.2. El Super-regulador unificado

Como alternativa al modelo funcional de supervisión financiera desarrollado originalmente en Australia, surgió en la misma época el modelo de supervisión integrada. Respecto del modelo funcional, el modelo integrado agrupa la supervisión de conducta de mercado, de defensa de los consumidores y de solvencia de entidades. Veamos dos casos paradigmáticos, el FSA británico y luego, la Superintendencia Financiera de Colombia.

#### *Financial Services Authority (FSA) del Reino Unido*

El Financial Services Authority (FSA)<sup>44</sup> se creó a través de una reforma de estructura regulatoria desarrollada a partir del año 1997, adoptando el enfoque integral, y su operación comenzó en diciembre 2001. Esta organización regula y supervisa el nivel de solvencia y liquidez de casi todos los negocios financieros del Reino Unido, en base prudencial y también a la conducta del mercado.

Sus objetivos principales se presentan a continuación: Primero, mantener la confianza en el sistema financiero. Segundo, promover la comprensión del público en materia financiera. Tercero, proteger a los consumidores. Por último, reducir crímenes financieros.

Para lograr los objetivos mencionados, el FSA aplica un marco regulatorio comúnmente conocido ARROW – Advanced, Risk-Responsive Operating Framework–, el cual consiste en la supervisión basada en riesgo de las firmas que

---

<sup>43</sup> “Memorandum of understanding: The Reserve Bank of Australia and the Australian Prudential Refulation Authority”, Disponible en [http://www.rba.gov.au/MediaReleases/1998/Pdf/mr\\_98\\_joint\\_rba\\_apra\\_mou.pdf](http://www.rba.gov.au/MediaReleases/1998/Pdf/mr_98_joint_rba_apra_mou.pdf)

<sup>44</sup> Fuente: página web FSA, [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk)

se presenta con respecto a los objetivos definidos por ellos. Este trabajo se lleva a cabo mediante una evaluación de riesgos en término de su impacto en los consumidores y el mercado, en caso de ocurrencia, y su probabilidad asociada. Este esquema ha sido actualizado en el año 2006 y se denomina ARROW II. En esta nueva versión, existen dos enfoques básicos de supervisión.

- a) Según empresas, es utilizado cuando evalúan riesgos de una institución individual (llamado fiscalización vertical).
- b) Según temas, es utilizado cuando evalúan riesgos transversales, es decir, cuando involucra varias firmas o relacionada al mercado como un todo (llamado supervisión horizontal).

Estos enfoques son aplicados de forma separada o mixta con el fin de tratar los riesgos identificados de manera más eficiente y efectiva.

Frecuentemente este modelo de supervisión británico, es considerado como un modelo de un regulador eficiente y efectivo por otras entidades reguladores, no sólo por su enfoque moderno, sino también porque su modelo adhiere a una serie de principios de buena regulación la cual se centra en la eficiencia y la economía, y el rol de la administración, entre otros. No obstante, este modelo también ha sido criticado<sup>45</sup> por su limitada visión asociada. Además, un super-regulador posee dificultad para administrar el vacío regulatorio existente entre los bancos e instituciones financieras no bancarias (por su oportunidad de arbitraje) ya que una institución puede tomar alto riesgo tratando de generar ganancias extraordinarias. Adicionalmente, un super-regulador destinaria sus recursos y atención en los bancos de grandes tamaños que finalmente podría generar más consolidación en la industria bancaria. Ante una inestabilidad económica, el organismo regulador debe enfocarse su esfuerzo para evitar la quiebra de bancos de grandes tamaños, por consiguiente, es necesario impedir la consolidación de la industria bancaria.

### *La Superintendencia Financiera de Colombia*

La Superintendencia Financiera de Colombia<sup>46</sup> fue creada en el año 2005 a través de la fusión entre la Superintendencia Bancaria y la Superintendencia de Valores, y tiene como principal función supervisar la actividad financiera, aseguradora y previsional. Sus principales objetivos son los siguientes. Primero, promover la estabilidad financiera y la integridad del sistema financiero; segundo, implementar una metodología de supervisión de conducta de mercado; tercero, velar por

---

<sup>45</sup> Shelia C.Bair, "The case against a Super-regulator", The New York Times, september 1, 2009.

<sup>46</sup> Fuente: página web Superintendencia Financiera de Colombia (<http://www.superfinanciera.gov.co>)



protección de consumidores; y por último, aumentar la competitividad de la organización. Cabe mencionar que en la actualidad, dentro de sus temas estratégicos se encuentran el fortalecimiento de la supervisión, el control de los grandes riesgos y la protección de consumidor y gobierno corporativo.

Adicionalmente, a partir del año 2008, la superintendencia está implementando el Sistema de Gestión Integrado (SGI). Este consiste en la adopción armoniosa y complementaria dentro de un mismo modelo de las normas NTCGP 1000:2004 –Generalidades y requisitos para el Sistema de Gestión de la Calidad, ISO 9001:2000 – Gestión de Calidad, MECI 1000:2005 – Modelo Estándar de Control Interno y NTC 5254 – Gestión de Riesgos Operacionales. Este sistema tiene como objetivo mejorar la calidad de la gestión logrando mayor eficacia y eficiencia.

Por otro lado, en el año 2006, se estableció la Corporación Autorregulador del Mercado de Valores (AMV)<sup>47</sup> bajo la autorización de la Superintendencia Financiera a través de la resolución N° 1171. Esta organización nace a raíz de la Ley 694/2005 y el Decreto 1565/2006 que establecen la obligación de autorregulación para los intermediarios de valores y sus personas naturales vinculadas, en relación con los cuales los entes autorreguladores tendrán funciones normativa, de supervisión y disciplinaria. La AMV tiene como objetivo principal, velar por la protección del inversionista y el mantenimiento de la transparencia e integridad del mercado.

Dada la importancia de colaboración y coordinación de funciones y actividades de ambas instituciones, el Memorando de Entendimiento<sup>48</sup> constituye algunas pautas a seguir con el fin de evitar la duplicidad de funciones en concordancia al Decreto N° 1565. Para la determinación de los instrumentos y procedimientos de coordinación de actividades y de seguimiento, crean un Comité Operativo y un Comité Legal, en los cuales participan las personas y áreas que determinen el Superintendente Financiero y el Presidente de AMV. Mediante los comités mencionados, SFC y AMV intercambian información permanentemente con el fin de lograr mayor grado de coordinación de sus actividades.

### 3.6.3. Regulador de Liquidez del Mercado

El regulador natural de la liquidez en una economía, es el Banco Central. De manera que, en el contexto del modelo de regulación funcional, de lo que se trata es de explicitar que además de diseñar e implementar la política monetaria, un Banco Central juega un rol clave de regulación financiera.

---

<sup>47</sup> Fuente: página web AMV (<http://www.amvcolombia.org.co>)

<sup>48</sup> “Memorando de Entendimiento entre la Superintendencia Financiera de Colombia y la Corporación Autorregulador del Mercado de Valores”, 2006, Boletín Jurídico N° 6.



Tradicionalmente, cualquier Banco Central provee liquidez al mercado a través del sistema bancario y utilizando varios instrumentos. La razón por la cual la provisión de liquidez se hace a través de la banca, es que los bancos son instituciones financieras altamente endeudadas y dicha deuda es mayoritariamente de corto plazo. Esta situación caracteriza la naturaleza del negocio bancario: transforma pasivos líquidos de corto plazo –depósitos- en activos ilíquidos de largo plazo –préstamos. El acceso de la banca a las facilidades de liquidez del Banco Central es necesario porque así se minimiza la probabilidad de corridas bancarias, con su impacto directo sobre la estabilidad macroeconómica, y permite crear un sistema de financiamiento de largo plazo de primer orden de importancia para la economía.

Sin embargo, un tema que debiera ser analizado, es si esta situación justifica que sea la banca *exclusivamente* la que debe gozar del acceso directo a la liquidez del Banco Central.

Hay al menos dos razones para plantear que este tema sea sujeto de debate. Una es que hay otras instituciones financieras no bancarias cuyo impacto sistémico puede ser significativo en caso de existir una falla en el mecanismo de provisión de liquidez. O sea, el tamaño importa no solo para los bancos, también para otras instituciones.

La segunda razón es que como ha quedado demostrado en la crisis, en ciertas ocasiones, por ejemplo cuando los niveles de incertidumbre son elevados, los bancos dejan de ser un instrumento apropiado de transmisión de la política monetaria porque, ante la probabilidad de enfrentar una corrida bancaria, los bancos reaccionan atesorando la liquidez provista por el Banco Central. Esto genera un nivel de riesgo sistémico importante que afecta a todas las instituciones financieras.

Así, una nueva regulación financiera podría contemplar que el Banco Central en la implementación de su política monetaria considere a otras instituciones financieras que, por su tamaño, tienen impacto sistémico y, por su naturaleza, pueden servir de transmisor para la política monetaria en condiciones de mayor eficiencia.

#### 4. Conclusiones

La institucionalidad financiera chilena requiere una modernización importante. Ella data de antes de la Gran Depresión y si bien los modelos que la inspiraron inicialmente todos ya han cambiado al menos dos veces, la chilena sigue con las mismas características de antaño. Esto sin embargo no justifica necesariamente la reforma del sistema chileno. En

realidad, a juicio de muchas personas el sistema regulatorio chileno ha funcionado bien y no requeriría reformas de significancia.

El sistema regulatorio chileno requiere de modificaciones por al menos tres razones.

Primero, a través del tiempo las normas legales que regulan materias financieras han ido complejizándose a un nivel tal, que cada reforma es más difícil de tramitar que la anterior. Más aún, el dinamismo de los mercados financieros requiere hoy y requerirá aún más en el futuro, de modificaciones cada vez más frecuentes, oportunas y complejas. Desde el año 2000 a la fecha, se han aprobado al menos seis grandes reformas al mercado de capitales, más otras tantas que abarcaban temas específicos (Ley de Opas, MKI, multifondos, MKII, Reforma de Pensiones, MKIII). El Gobierno ha anunciado ahora una nueva iniciativa en esta materia, el proyecto MKB.

Parte de todo este costoso esfuerzo legislativo pudo haberse evitado. ¿Qué genera tal complejidad legislativa? Ciertamente la práctica legislativa de los Gobiernos de la Concertación puede explicar parte del problema, pero ciertamente no la totalidad del fenómeno.

La proposición que hemos hecho en este documento, es que la complejidad y detallismo de las normas legales que regulan materias financieras, son el resultado de la desconfianza “racional” que tanto los sucesivos ministerios de Hacienda, las industrias reguladas y los parlamentarios tienen del uso potencialmente arbitrario de las facultades regulatorias, supervisoras y sancionadoras que detenta el superintendente.

La complejidad legislativa que resulta de este proceso es costosa para el país en dos frentes. Uno, es que el retardo en la aprobación de leyes explica en parte el relativamente bajo nivel de sofisticación de nuestro mercado (piénsese por ejemplo en el mercado de derivados) y el menor dinamismo de la productividad en esta área. Lo segundo, es el tiempo que los parlamentarios gastan en el análisis de aspectos técnicos o de detalle regulatorio que idealmente deberían quedar entregados al ámbito reglamentario, pues en ellas no hay envueltas bases institucionales relevantes ni diversas “concepciones del mundo”. Ello implica un costo de oportunidad relevante para el trabajo legislativo, pues se le resta tiempo y dedicación a la tramitación de proyectos de ley que sí requieren de un debate parlamentario de fondo.

Segundo, el mercado financiero es altamente regulado respecto de otros sectores en la economía. Este sector además ha crecido en tamaño relativo, pero con niveles bajos de competencia. Quizá con excepción del sector asegurador, en el resto del sector financiero ha habido fuertes debates respecto del grado de competencia y existe la presunción que es posible fomentar la competencia aún más, y con ello, la innovación y la productividad. Esto requiere de otra forma de regular al sector, donde las condiciones regulatorias y supervisoras de entorno permitan que florezcan más actores y nuevos nichos de negocio.

Tercero, es necesario generar condiciones para mejorar el cumplimiento de la regulación financiera. Hay evidencia que señala que la regulación financiera en Chile es de buena calidad, pero que en varias dimensiones falla en la implementación. Esto sugiere, que es

necesario mejorar la credibilidad del proceso sancionador de faltas a la buena conducta de mercado y de abuso de los consumidores. Para ello, es necesario resolver varios conflictos de interés que están presentes en el sistema regulatorio chileno, como el hecho que las superintendencias, en particular la SVS, son juez y parte en sus procedimientos sancionadores y que las sanciones de conducta y defensa de los consumidores entran habitualmente en conflicto con el mandato de velar por la solvencia de las instituciones reguladas.

En este contexto, el trabajo plantea al menos cuatro sugerencias de reforma que en cierta forma las planteamos como estrictamente necesarias:

a. Autonomía.

Las razones que justifican la autonomía de los supervisores financieros son distintas y de algún modo más complejas que las que justifican la autonomía del Banco Central. La crisis internacional, demostró que supervisores con bajos grados de autonomía son permeables a la influencia del gobierno de turno. Esta influencia se amplifica cuando además es el gobierno central quién financia al supervisor.

No estamos planteando aquí que los supervisores sean apolíticos, eso no existe. Lo que decimos es que dentro de un marco de autonomía, los efectos de la política sean transparentes. La idea es generar condiciones para el que el proceso político elija a los mejores para supervisar los mercados financieros, pasando de autoridades unipersonales y sujetas a un régimen de exclusiva confianza presidencial a autoridades colegiadas, de duración definida, inamovibles en sus cargos, y designados por un sistema mixto, en que intervengan el Presidente de la República y el Senado.

La autonomía de los supervisores financieros además debe considerar la influencia de las entidades reguladas. Esto ciertamente, requiere regular los intereses de los supervisores para evitar conflictos que puedan mal resolverse, pero además velar por el financiamiento adecuado y por un plan de carrera funcionaria.

Tanto la autonomía respecto del gobierno de turno como respecto de las industrias, se garantizan mejor si además se modifica el gobierno corporativo de los supervisores financieros.

b. Gobierno corporativo.

La figura del superintendente no es compatible con una supervisión que ejerza más a cabalidad sus capacidades normativas en condiciones que otorguen garantías a todas las partes involucradas: poder ejecutivo, parlamentarios e industrias reguladas. Es necesario ir más allá de la figura de la Superintendencia y del Superintendente como Jefe de Servicio a una figura de Comisión encabezada por un Presidente y con un Consejo.

Esta estructura, más procedimientos transparentes y con rendición pública de cuentas por actuaciones, no en el plano administrativo, sino en el plano del

ejercicio de las facultades normativas y supervisoras, generan condiciones para un desempeño impecable.

Una consideración importante en el caso de la supervisión financiera, tiene que ver con el manejo de crisis. Con más frecuencia que en el caso de crisis macroeconómicas o bancarias hay crisis en entidades más pequeñas, en particular Corredores de Bolsa. Esto sugiere que el gobierno corporativo de los supervisores financieros debe dotarlos de capacidad de liderazgo en tiempos de crisis.

c. Debido proceso y Revisión judicial.

Dos aspectos están en juego en esta materia. El primero, dar más garantías a los fiscalizados en cuanto a que las decisiones de la autoridad sean adoptadas de manera objetiva e imparcial. Esto resulta especialmente relevante respecto de aquellas decisiones que se adoptan en el marco de un proceso sancionador y, en este sentido, separar las funciones investigadoras respecto de las sancionatorias y establecer un procedimiento sancionador en que los particulares puedan ejercer de mejor manera su derecho a defensa ante la propia autoridad constituye una primera necesidad ineludible.

El segundo se refiere a la revisión judicial de las decisiones de las autoridades financieras. Si las resoluciones de tales autoridades son adoptadas bajo un procedimiento que da garantías a todos en cuanto a su objetividad, imparcialidad e idoneidad técnica, parece necesario reducir el margen de apreciación que pueden tener los jueces a la hora de revisar tales decisiones, otorgando cierta “deferencia” a la autoridad regulatoria en cuanto al juicio que puede hacerse acerca del mérito y la oportunidad de sus decisiones.

d. Arquitectura regulatoria.

El modelo de silos puede seguir existiendo en la medida que se agregue una institución a cargo de la defensa del consumidor, lo que solo parcialmente logra la iniciativa del Sernac Financiero, y con una instancia potente de coordinación inter sectorial, lo que solo parcialmente logra el Comité de Superintendentes.

Sin embargo, nosotros cuestionamos el concepto mismo del modelo de silos. Se presta para descoordinaciones, mantiene conflictos de interés entre el mandato de solvencia y el mandato de conducta de mercado y es permeable al arbitraje regulatorio.

La propuesta más ambiciosa, es pasar a un modelo funcional en el cual existirían tres instituciones:

- Un supervisor de solvencia. Este tendría un mandato único de velar por la solvencia de las instituciones reguladas. Estas abarcarían todas aquellas que de alguna forma toman recursos del público y cuyas obligaciones están parcialmente respaldadas por requerimientos patrimoniales.

- Un supervisor de conducta de mercado y de defensa del consumidor. Este tendría un mandato único respecto de todas aquellas instituciones que distribuyen productos financieros o prestan servicios financieros al público general.
- Un supervisor de liquidez, que velaría porque ciertas instituciones financieras vulnerables a súbitos cambios de sentimiento por parte del público, en algunos casos injustificados, puedan tener acceso a una ventanilla de liquidez.

Esta reforma es viable y de bajo costo. El regulador de solvencia se forma fusionando la Superintendencia de Bancos con la Intendencia de Seguros de la SVS, dejando de lado la oficina de Defensa del Cliente Bancario. Esta última, se fusionaría con la Intendencia de Valores de la SVS y se crearía el regulador de conducta de mercado. Las unidades de Defensa del Cliente Bancario y el Área de Protección del Inversionista y el Asegurado de la SVS verían el caso de la defensa del consumidor. Finalmente, el supervisor de liquidez es naturalmente el Banco Central y salvo la cuestión de si mantener para los bancos el monopolio del acceso al financiamiento del Central, no hay mayores cambios que proponer en esta materia.

**ANEXO 1.**  
**COMPARACION INTERNACIONAL**  
**DE ESTRUCTURAS REGULATORIAS**

## Países Latinoamericanos

País	Ley/Año	Organismo Regulador	Estructura	Elección	Causales de Remoción	Duración	Relation with the Central Government	Presupuesto
Argentina	Ley N° 17.811/1968	Comisión Nacional de Valores	Comisión de 5 miembros, reelegibles	Los 5 miembros y el presidente son nombrados directamente por el Presidente de Argentina.		7 años	Estructura descentralizada. A través del Ministerio de Economía interactúa con el gobierno	Financiamiento a través de: - Asignaciones establecidas en el Presupuesto General de la Nación - Tasas y aranceles provenientes de los participantes del mercado de capitales, futuros y opciones (Decreto 1526/98)  Las multas generadas por aplicación de esta ley ingresan a Las Rentas Generales de la Nación.
Brasil	Ley N° 6385/1976	Comissao de Valores Mobiliarios (CVM)  Superintendencia de Seguros Privados (SUSEP)	CVM: Comisión de 5 miembros, no reelegibles  SUSEP: Consejo de administración de 5 miembros	CVM: Los 5 miembros son nombrados por el Presidente, con la aprobación del Senado  SUSEP: Los integrantes son elegidos por el Ministro de Hacienda	CVM: Renuncia, condena en tránsito judicial o procedimiento administrativo  SUSEP: los miembros del Consejo y el Superintendente se remueven por exoneración directa	5 años, teniendo que ser renovados cada año una quinta parte de miembros del Consejo	Agencia regulatoria independiente	Financiamiento a través de: - Reservas monetarias - Asignaciones establecidas en el Presupuesto Federal - Ingresos procedentes de servicios prestados - Renta de activos e ingresos contingentes - Honorarios

País	Ley/Año	Organismo Regulador	Estructura	Elección	Causales de Remoción	Duración	Relation with the Central Government	Presupuesto
Colombia	DTO. 4327/2005	Superintendencia Financiera (Fusión entre superintendencia bancaria y superintendencia de valores)	Autoridad Unipersonal: Superintendente Financiero	Nombrado directamente por el Presidente.	Libre de remoción, sólo el Presidente de Colombia tiene la facultad de remover el cargo del Superintendente	Indefinido	Estructura descentralizada. A través del Ministerio de Hacienda interactúa con el gobierno	<p>Financiamiento a través de:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Contribuciones impuestas a las entidades vigiladas</li> <li>- Derechos de inscripción y cuotas pagados por las personas inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y los derechos por concepto de oferta pública en el país y en el exterior</li> <li>- Ingresos provenientes de la venta de sus publicaciones, de pliegos de licitaciones, de concursos de méritos y de fotocopias</li> <li>- Los aportes, subvenciones o donaciones que reciba para el cumplimiento de sus fines</li> <li>- Los recursos provenientes de los servicios que preste la entidad</li> <li>- Los recursos originados en la venta o arrendamiento de sus activos</li> <li>- Los recursos originados en la venta o arrendamiento de los sistemas de información y programas de computación diseñados y desarrollados por la entidad</li> <li>- Las asignaciones establecidas en el Presupuesto General de la Nación</li> <li>- Los intereses, rendimientos y demás beneficios que reciba por el manejo de sus recursos propios</li> </ul> <p>La subdirección Administrativa y Financiera cumple el rol de controlar el recaudo por concepto de contribuciones y multas.</p>



País	Ley/Año	Organismo Regulador	Estructura	Elección	Causales de Remoción	Duración	Relation with the Central Government	Presupuesto
México	Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores/1995	Comisión Nacional Bancaria y de Valores	Comisión de 13 miembros, de los cuales 10 son vocales, el Presidente y dos Vicepresidentes	El presidente de la comisión es nombrado por el secretario de Ministerio de Hacienda. El Ministerio de Hacienda nombra 5 vocales; El Banco de México nombra 3 y el resto es nombrado por La Comisión Nacional de Seguros		6 años, reelegible.	Estructura descentralizada. A través del Ministerio de Hacienda interactúa con el gobierno	Financiamiento a través de: - Ingresos provenientes de los derechos cancelados por las entidades del sector financiero, sociedades emisoras, personas físicas y demás personas morales sujetas conforme a ésta ley. - Reservas monetarias: saldo proveniente de los ingresos por concepto de derechos no comprometido del presupuesto en el ejercicio anterior  El presupuesto anual de ingresos y egresos de la Comisión debe ser aprobado por la Junta de Gobierno y luego por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público

Países OECD

País	Ley/Año	Organismo Regulador	Estructura	Elección	Causales de Remoción	Duración	Relación con el Gobierno Central	Presupuesto
Reino Unido	<i>Financial Services and Markets Act/ 2000</i>	<i>Financial Services Authority (FSA)</i>	Comisión (14 integrantes en total): 1 Chairman 1 CEO 3 Managing Directors 10 non-executive directors	Nombrados por el Tesoro directamente sin necesidad de ratificación	Sólo por el Tesoro	Presidente: 5 años Directores: 3 años	<i>Independent Regulatory agency, with private nature but legal recognition is financed by the financial industries</i>	Financiamiento a través de cobros a la industria. Sus ingresos provienen de: <i>(a) applications for listing;</i> <i>(b) the continued inclusion of securities in the official list;</i> <i>(c) applications under section 88 for approval as a sponsor; and</i> <i>(d) continued inclusion of sponsors in the list of sponsors.</i>  Los ingresos mencionados son destinados a: <i>(a) to meet expenses incurred in carrying out its functions under this Part or for any incidental purpose;</i> <i>(b) to maintain adequate reserves; and</i> <i>(c) in the case of the Authority, to repay the principal of, and pay any interest on, any money which it has borrowed and which has been used for the purpose of meeting expenses incurred in relation to—</i> <i>(i) its assumption of functions from the London Stock Exchange Limited in relation to the official list; and</i> <i>(ii) its assumption of functions under this Part.</i> <i>(3) In fixing the amount of any fee which is to be payable to the competent authority, no account is to be taken of any sums which it receives, or expects to receive, by way of penalties imposed by it under this Part.</i> <i>(4) Subsection (2)(c) applies whether expenses were incurred before or after the coming into force of this Part.</i> <i>(5) Any fee which is owed to the competent authority under any provision made by or under this Part may be recovered as a debt due to it.</i>

País	Ley/Año	Organismo Regulador	Estructura	Elección	Causales de Remoción	Duración	Relación con el Gobierno Central	Presupuesto
Francia	<i>Financial Security Act/ 2003</i>	<i>Autorité des marchés financiers (AMF)</i>  <i>Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM)</i>	AMF está organizado por un consejo de 16 miembros y un comité de enforcement con 12 integrantes  ACAM cuenta con un órgano colegiado de 9 miembros y una secretaría general	AMF: El presidente del consejo es designado por el Presidente de la república y los demás son designados por el Consejo de Estado, Banco Central, Corte Suprema, Senado, etc.  ACAM: el presidente es nombrado por el Presidente de la República y los demás miembros son nombrados por acuerdo de los Ministros de Economía y Seguridad Social	AMF: Por causales de inhabilidad legal  ACAM: Los miembros no pueden ser revocados, a excepción de que se produzca el incumplimiento de algún artículo de la Ley N° 706, de 1977	AMF: 5 años  ACAM: 5 años, renovable 1 vez, exceptuando al Gobernador de Francia.	<i>Independent Regulatory Agency</i>  <i>Budgetary independence</i>	-Cuenta con autonomía financiera. Su presupuesto es aprobado por el Consejo a propuesta del Secretario General. -Recibe el producto de impuestos establecidos en el artículo L.621-5-3

País	Ley/Año	Organismo Regulador	Estructura	Elección	Causales de Remoción	Duración	Relación con el Gobierno Central	Presupuesto
Alemania	<i>Securities Trading Act/ 1998</i>	<i>Federal Financial Supervisory Authority (BAFIN)</i>	<i>Administrative Commission (21 members)</i>  3 boards: Bancos, seguros y valores.	El Ministro de Hacienda tiene la facultad de nombrar al presidente y 4 miembros del Comité. El Ministro de Economía y de Justicia nombran un miembro del Comité cada uno. Otros 5 miembros son designados por el Bundestag, quien debe ser del Congreso. Las instituciones financieras nombran a 5 miembros, las compañías de seguros a 4 miembros y Fondo de Inversión a un miembro.			<i>Independent regulatory agency, even though it is deemed part of the Federal Administration</i>	Financiamiento a través de derechos pagados por las firmas supervisadas.  <i>The Administrative Council decides on the budget of Federal Finance Supervisory Authority</i>

País	Ley/Año	Organismo Regulador	Estructura	Elección	Causales de Remoción	Duración	Relación con el Gobierno Central	Presupuesto
España	Ley N° 24, del Mercado de Valores/ 1998	Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)  Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGS)	CNMV: Consejo de 7 miembros  DGS: Gabinete de Dirección de 4 miembros	CNMV: el presidente y el vicepresidente son nombrados por el Gobierno, a propuesta del Ministro de Economía. Tres consejeros nombrados por el Ministro de Economía  DGS: Secretaría de Estado de Economía, adscrita al Ministerio de Economía y Hacienda	Separación acordada por el Gobierno por incumplimiento grave de obligaciones	4 años, renovables por una sola vez	<i>Independent Regulatory Agency. Budget assigned in the national public budget</i>	El Consejo, que rige la Comisión Nacional de Mercado de Valores, tiene facultad de aprobar los anteproyectos de presupuestos de la Comisión. La CNMV posee patrimonio propio, independiente de patrimonio del Estado. Los recursos de la CNMV están integrados por los siguientes bienes, valores e ingresos: 1. Los bienes y valores que constituyan el patrimonio y los productos y rentas del mismo 2. Las tasas que perciba por la realización de sus actividades o la prestación de sus servicios. 3. Las transferencias que, con cargo a los Presupuestos General del Estado, efectúe el Ministerio de Economía y Hacienda.  Los beneficios de cada ejercicio económico que obtenga la CNMV podrán destinarse a las sgtes finalidades: a. Cubrir pérdidas de los ejercicios anteriores b. Crear las reservas necesarias para la financiación de las inversiones que la CNMV deba llevar a cabo para el cumplimiento adecuado de los objetivos establecidos en el art. 13 de la ley 24/1988, del mercado de valores c. Crear las reservas que aseguren la disponibilidad de un fondo de maniobra adecuado a sus necesidades operativas d. Su incorporación como ingreso del Estado del ejercicio en el que se aprueben las cuentas anuales del ejercicio que haya registrado el beneficio. El Consejo de la CNMV eleva, para la aprobación del Gobierno, una propuesta de distribución del resultado junto a las cuentas anuales del ejercicio.

País	Ley/Año	Organismo Regulador	Estructura	Elección	Causales de Remoción	Duración	Relación con el Gobierno Central	Presupuesto
Estados Unidos	<i>Securities Exchange Act/ 1934</i>  <i>National Insurance Act/ 2006</i>	<i>Securities and Exchange Commission (SEC)</i>  <i>National Association of Insurance Commissioners (NAIC)</i>	SEC: Comisión compuesta por 5 miembros  NAIC: Comisión compuesta por 4 integrantes	SEC: Presidente de la Nación con acuerdo con el Senado  NAIC: Miembros votantes de la última Reunión Anual Nacional del año calendario (votación secreta)	SEC: Por causalidad de Inhabilidad legal  NAIC: Muerte, renuncia, remoción o la elección y calificación de sus sucesores	SEC: 5 años  NAIC: 2 años	<i>Independent Regulatory agency</i>  <i>Funded with public budget</i>	Cobro a la industria, pero asignado por el Congreso
Malasia	<i>Securities Commission Act/ 1993</i>	<i>Securities Commission</i>	Comisión de 9 miembros: un presidente, 4 miembros representantes del Gobierno y 4 adicionales	Todos los miembros son designados por el Ministro de Hacienda	Pueden ser retirados por el Ministro de Hacienda en cualquier momento	3 años, reelegibles		The Fund shall consist of: - Such sums as may be provided from time to time for the purposes of this Act by Parliament; - Sums borrowed by the Commission for the purposes of meeting any of its obligations or discharging any of its duties; - Levies payable under section 24; - Fees or other charges imposed by the Commission; and - all other sums or property which may in any manner become payable to or vested in the Commission in respect of any matter incidental to its functions and powers

País	Ley/Año	Organismo Regulador	Estructura	Elección	Causales de Remoción	Duración	Relación con el Gobierno Central	Presupuesto
Nueva Zelanda	<i>Securities Act/ 1978</i>	<i>Securities Commission</i>	<i>Commission (entre 5 y 10 miembros)</i> Al menos un miembro debe ser abogado con 7 años de experiencia	Los miembros son nombrados por el Gobernador General a propuesta del Ministro de Hacienda.	El presidente puede ser retirado sólo por causales legales.		<i>Called "Crown Entity", a kind of Independent Regulatory Agency</i>	<p><i>The Commission is a Crown Entity. It does not have shareholders in the usual sense. The Commission is publicly funded, and the Crown has an "ownership interest" in the Commission. The Commission's assets form part of the Crown's assets. As a publicly funded body the Commission is accountable to Parliament through the Minister of Commerce. However, it is also required to work independently, as an independent Crown entity governed by the Crown Entities Act 2004. The Commission's relationship with Government is set out in a Memorandum of Understanding with the Minister of Commerce, and its reporting obligations are fulfilled by the Annual Report and Quarterly Reports to the Minister of Commerce.</i></p> <p><i>The Commission is a statutory body, and its assets form part of the Crown's assets. It is accountable to Parliament, through the Minister of Commerce, for this ownership interest. The Commission is funded by Parliamentary appropriation to carry out its statutory functions and has an annual Output Agreement with the Minister on the work it will do. Its first Statement of Intent for the three years 2006-2009 will be published on the website and reported against in our annual report next year. The Commission reports to the Minister quarterly and formally reports to Parliament each year on how it has used public funds and delivered the services agreed with the Minister of Commerce.</i></p>



Otros Países

País	Ley/Año	Organismo Regulador	Estructura	Elección	Causales de Remoción	Duración	Relación con el Gobierno Central	Presupuesto
Canadá		<p><i>Ontario Securities Commission (OSC)</i></p> <p><i>Office of the Superintendent of financial institutions (OFSI)</i></p>	<p>OSC: Comisión de 13 miembros</p> <p>OFSI: Comité de 4 integrantes</p>	<p>OSC: Nombrado por el Gobernador Provincial</p> <p>OFSI: Superintendente: por el Gobernador en Consejo Presidente de la Corporación Canadiense de Seguro de Depósito y Viceministro de Hacienda: nombrados por el Ministro de Hacienda</p>	<p>OSC: Sólo por causales éticas o criminales</p> <p>OFSI: Ausencia o incapacidad</p>	<p>OSC: 2 años, renovables por una sola vez</p> <p>OFSI: 7 años</p>		Cobro a la industria
Australia	<p><i>Australian Prudential Regulation Authority Act/1998</i></p> <p><i>Australian Securities and Investments Commission Act/2001</i></p>	<p><i>The Australian Prudential Regulation Authority (APRA)</i></p> <p><i>The Australian Securities and Investments Commission (ASIC)</i></p>					<p><i>The coordinating body of these agencies is the Council of Financial Regulators.</i></p>	<p><i>ASIC: In 2007-08, funded through the Commonwealth budget, our operating expenditure was \$274 million. We collected \$545 million in fees and charges for the Commonwealth.</i></p> <p>APRA:</p>

País	Ley/Año	Organismo Regulador	Estructura	Elección	Causales de Remoción	Duración	Relación con el Gobierno Central	Presupuesto
Dinamarca	<i>Financial Business Act/ Consolidated Act N°376 2008</i>	<i>Financial Supervisory Authority (FSA)</i>	<i>The Financial Business Council: 8 members – 3 representing the financial sector, and 4 independent members. The Danish Securities Council: 14 members – 7 representing the financial sector and 7 independent members.</i>	<i>The Minister for Economic and Business Affairs shall set up the Financial Business Council</i>			<i>The Authority is an agency under the Ministry of Economic, but it is under the jurisdiction of independent councils for many of its activities</i>	<i>The Danish FSA budget is determined by the Folketing (the Danish Parliament) in the Finance Act. However, the costs of the Danish FSA are not paid by the state, but by the undertakings under supervision</i>
Japón	<i>Financial Instrument and Exchange Act/ 2006</i>	<i>Financial Services Authority (FSA)</i>					<i>Depende de Minister for Financial Services</i>	

## ANEXO 2. Desintermediación bancaria

La disminución de rol bancario como intermediario financiero se refleja en diversos sectores de mercado financiero. Un ejemplo que ilustra este hecho es la incorporación de las casas comerciales, supermercados, cajas de compensación y cooperativas de ahorro y crédito como actores relevantes dentro de la oferta de crédito de consumo, que ha generado una disminución en la participación de mercado de la banca, particularmente en el segmento asociado a los créditos con tarjetas.

El siguiente gráfico muestra, por un lado, el crecimiento continuo del mercado de los créditos de consumo, y por otro lado, el aumento progresivo de la participación de los oferentes no bancarios<sup>49</sup>.



La oferta de créditos de consumo a través de tarjetas señala la pérdida de participación relevante de los bancos aún más significativa<sup>50</sup>.



<sup>49</sup> Fuente: L. Morales y A. Yáñez, 2006, "Créditos de Consumo Bancarios", Serie Técnica de Estudios N° 003, Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

<sup>50</sup> Idem

## BIBLIOGRAFÍA

**Akerlof G.** (1970), "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, pp. 488-500

**Cox J., Hillman R. y Langevort D.** (2007), "Securities Regulation. Cases and Materials", Aspen, 5° Ed. 2006, Nueva York.

**Drake P.W.** (2004), "La misión Kemmerer a Chile: consejeros norteamericanos, estabilización y endeudamiento, 1925-1932", *Revista de Estudios Históricos*, Volumen N°1, Historia de Banco Central de Chile (Sitio web)

**Fama E.** (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. December, 28-30, 1969 (May, 1970), pp. 383-417

**Greenwald B. y Stiglitz J.** (1981), "Externalities in economies with imperfect information and Incomplete Markets", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 101, No. 2 (May, 1986), pp. 229-264

**Martin R. y Smyth D.** (2001), "Adverse Selection and Moral Hazard Effects in the Mortgage Market: An Empirical Analysis", *Southern Economic Journal*, Vol. 57, No. 4 (Apr., 1991), pp. 1071-1084

**Okelley & Thompson.** "Corporations and Other Business Associations: Cases and Materials". Aspen, 5° Ed, 2006, Nueva York.

**Repetto R., Mc Skimming A. y Carvajal G.** (2002), "Environmental Disclosure requirements in Securities regulations and Financial Accounting Standards of Canada, Mexico and the United States. Commission for Environmental Cooperation", Disponible en <http://www.cec.org>. Nueva York.

**Salah M.** (2005), "Responsabilidad por uso de información privilegiada en el mercado de valores", Lexis- Nexis, p. 3

**SEC-** In the Matter of Informix Corp. Exchange Act. Release: 34-42326, Enero 2000. Disponible en [www.sec.gov/litigation](http://www.sec.gov/litigation). Citado por Okelley and Thompson. P. 878

**Shelia C.Bair** (2009), "The case against a Super-regulator", *The New York Times*

**Stiglitz J., Jaramillo-Vallejo J. y Park Y.** (1993), "The role of the state in the financial markets", *World Bank Research Observer*, Annual Conference on Development Economics Supplement, pp.19-61

"*The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace*", The Group of Thirty, 2008

**Toivanen O. y Cressy R.**(2000), "Lazy Entrepreneurs or Dominant Bank?: An empirical analysis of the Market for SME Loans in the UK", EFA 2002 Berlin Meetings Presented Paper; Warwick Business School SME Centre Working Paper; Cass Business School Research Paper

**Williamson O.** (1985), "Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting", The Free Press, New York

**Wilson R. y Kraakman R.** (1984), "The mechanism of market efficiency", *Va. L. Rev.*, 70: 549, Citado por Cox,