

# COMISIÓN DE VALORES Y SEGUROS

UNA REFORMA PARA IMPULSAR EL CRECIMIENTO,  
LA TRANSPARENCIA Y EL MEJOR GOBIERNO  
DEL MERCADO DE CAPITALES



SUPERINTENDENCIA  
VALORES Y SEGUROS

# Comisión de Valores y Seguros

## Una reforma para impulsar el crecimiento, la transparencia y el mejor gobierno del mercado de capitales

Presentación y agradecimientos.....	2
Resumen Ejecutivo.....	3
1. SVS: una historia de exitoso apoyo al desarrollo del mercado .....	5
El rol crítico de la SVS en el mercado financiero .....	5
La SVS vista desde el exitoso desarrollo de los mercados que regula y supervisa..	5
El dinamismo del mercado requiere potenciar la institucionalidad.....	8
2. Los desafíos y riesgos futuros de la SVS .....	8
Ineficiente limitación del poder discrecional de la SVS.....	10
Su estructura de gobierno aleja a la SVS del estándar de mercados desarrollados	10
SVS y el desafío de Santiago Centro Financiero Internacional.....	11
3. De SVS a CVS, la Comisión de Valores y Seguros .....	11
Una reforma dentro de la tradición modernizadora chilena .....	11
Objetivos de la CVS .....	12
Novedades de la CVS: Consejo Directivo y Audiencia .....	12
Diagrama de la reforma .....	13
Consejo Directivo.....	13
Audiencia de Valores y Seguros.....	14
Mayores grados de independencia.....	15
Mayor transparencia y rendición de cuentas .....	16
4. Efectos estimados de la reforma.....	16
Impacto de la reforma sobre riesgos del gobierno corporativo .....	16
Potestad normativa y desarrollo del mercado.....	17
Institucionalidad y cumplimiento de la ley .....	18
5. Anexos.....	20
Anexo 1: El exitoso desarrollo del mercado financiero chileno.....	20
Anexo 2: Evolución de bonos corporativos.....	25
Anexo 3: Evolución de los fondos patrimoniales.....	26
Anexo 4: Los resultados del proceso sancionador actual.....	28
Anexo 5: Leyes para acotar la discrecionalidad de la SVS .....	30
Anexo 6: Tipos de independencia, las respuestas de la reforma .....	31
Anexo 7: Comparación Internacional de estructuras de gobierno de reguladores .	32
Valores.....	32
Seguros .....	34
Anexo 8: Proceso sancionador en países de referencia .....	36
Bibliografía.....	38

## Presentación y agradecimientos

El presente documento ha sido solicitado por el Ministro de Hacienda, Sr. Andrés Velasco, y servirá como punto de referencia para una discusión pública ilustrada y técnica con miras a fortalecer la institucionalidad de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). Sin embargo, el trabajo representa la visión de la SVS y no compromete necesariamente al Ministerio de Hacienda o al Gobierno de Chile.

El trabajo ha sido dirigido por el Superintendente, Guillermo Larrain, y colaboraron los Intendentes Hernán López y Osvaldo Macías, los Fiscales Armando Massarente y Gonzalo Zaldívar y un equipo constituido por Daniela Bawlitza, Moisés de la Barra, Felipe Divin, Daniel García, Felipe González, Paulina González, Vicente Lazen, Marco Morales, Carlos Pavez, María de la Luz Schachtebeck, Francisco Silva, Claudia Soriano, Patricio Valenzuela, Macarena Vásquez y Guillermo Yáñez. El diseño y diagramación fueron realizados por Roxana Rodríguez.

Este documento ha recibido valiosos comentarios de los asesores del Ministerio de Hacienda, Luis Felipe Céspedes, Matías Larrain, Alejandro Micco y Sebastián Bustos.

Durante la fase previa de discusión de la propuesta y también respecto de este documento recibimos muy útiles orientaciones y sugerencias de:

- Domingo Hernández, de Hernández y Asociados
- Esteban Ovalle, de Carey y Compañía
- Pablo Ruiz Tagle, de Larrain y Asociados
- Jorge Streeter, de Philippi Yrarrázaval Pulido & Brunner Ltda.

Asimismo, quisiéramos agradecer los iluminadores comentarios que a este texto hicieron:

- Axel Christensen, Inversiones Cruz del Sur
- Javier Couso, Universidad Diego Portales
- Alberto Etchegaray, Avendaño y Merino Abogados
- Ricardo Ffrench-Davis, Facultad de Economía y Negocios, Universidad de Chile
- Alfredo Joignant, Universidad de Chile y Universidad Diego Portales
- Fernando Lefort, Escuela de Administración, Universidad Católica de Chile
- Leonidas Montes, Decano, Escuela de Gobierno, Universidad Adolfo Ibáñez
- Javier Núñez, Facultad de Economía y Negocios, Universidad de Chile
- Guillermo Tagle, IM Trust

Finalmente, nuestro agradecimiento al crucial apoyo brindado por el Ministro de Hacienda, Andrés Velasco. No obstante, las opiniones vertidas en este texto son de exclusiva responsabilidad de la Superintendencia de Valores y Seguros y en nada compromete a quienes desinteresadamente nos han aportado con sus valiosas ideas.

Guillermo Larrain Ríos  
Superintendente de Valores y Seguros  
18 de agosto de 2008

## Resumen Ejecutivo

Los 77 años de historia de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) han estado marcados por un alto perfil técnico y reconocido prestigio nacional e internacional. Sin embargo, los mercados supervisados son cada vez más dinámicos, los productos financieros y de seguro son crecientemente complejos y evolucionan rápidamente y el acceso al mercado por parte de inversionistas y asegurados menos informados es cada vez más masivo. Esto sugiere que el futuro de estos mercados difícilmente será parecido a los del pasado, lo que requiere un fortalecimiento del órgano supervisor que potencie el desarrollo de los mercados financieros.

Un condicionante de importancia para el futuro de la regulación financiera y de seguros es el proceso de integración financiera internacional. En particular, el desafío de proyectar a Santiago como centro financiero internacional de relevancia en América Latina requiere potenciar y perfeccionar la institucionalidad que rija el desenvolvimiento del mercado.

El Ministro de Hacienda, Sr. Andrés Velasco, dentro del paquete de reformas al mercado de capitales denominado MK3, ha dispuesto que la SVS prepare el presente documento conteniendo una propuesta concreta con lineamientos básicos para una reforma al gobierno corporativo de la SVS y lo ponga a disposición de la ciudadanía para recibir sus comentarios.

En lo medular se plantea una reforma a la Ley Orgánica de la SVS donde se transforme la actual estructura de gobierno unipersonal, que recae en el Superintendente (de confianza exclusiva del Presidente), en una Comisión de Valores y Seguros (CVS), regida por una estructura colegiada y con un alto grado de autonomía. Asimismo, el proyecto reforma el proceso sancionador de la SVS. Sin embargo, el resto de las funciones y responsabilidades de la actual Superintendencia se mantiene intacto. En particular, la CVS seguiría relacionándose con el Gobierno a través del Ministerio de Hacienda y no tendría iniciativa legislativa.

La CVS estaría compuesta por dos órganos independientes entre sí: el Consejo Directivo, de quien dependen las áreas de valores y seguros en materias normativas y de supervisión, y la Audiencia de Valores y Seguros, que sería el nuevo órgano que en adelante retendrá la facultad sancionadora que hoy detenta el Superintendente.

La propuesta es que el Consejo Directivo de la CVS esté integrado por cuatro consejeros, uno de los cuales será el presidente del Consejo y tendrá voto dirimente; en tanto que la Audiencia estaría compuesta por tres integrantes siendo uno de ellos el presidente de esta instancia.

Cada miembro, ya sea del Consejo Directivo o de la Audiencia, sería designado por el Presidente de la República, a partir de una terna propuesta para cada cargo por el Consejo de Alta Dirección Pública. Para la confección de la terna, dicho Consejo establecerá un procedimiento especial que deberá contemplar, a lo menos, la participación de una empresa de head hunting de reconocido prestigio, la que deberá proponerle una nómina de posibles candidatos al Consejo Directivo y a la Audiencia.

Las ternas deberían ser presentadas por el Consejo de Alta Dirección Pública al Presidente de la República con una anticipación de, a lo menos, sesenta días a la fecha en que haya de producirse la expiración del plazo en el cargo del consejero respectivo.

Los nombramientos serían por un período fijo con un recambio por parcialidades periódicas. La remoción de consejeros y miembros de la Audiencia será mediante decreto fundado del Presidente de la República respecto de inhabilidades sobrevinientes, con toma de razón de la Contraloría General de la República.

Los objetivos que persigue esta reforma se pueden resumir en:

1. Hacer más eficiente el proceso de desarrollo regulatorio para facilitar el dinamismo del desarrollo del mercado y su contribución al crecimiento del país.
2. Facilitar el desarrollo de Santiago como centro financiero regional con impacto sobre toda la economía por la vía de hacer más estable y predecible el desarrollo normativo.
3. Potenciar el resguardo de la calidad y oportunidad del cumplimiento de la ley y la norma, de manera de resguardar mejor la fe pública en un mercado en creciente masificación y complejidad.
4. Ganar en transparencia, rendición de cuentas y calidad de servicio a la ciudadanía.
5. Incrementar la eficiencia en la gestión, dándole mayor persistencia y predictibilidad a las decisiones institucionales.
6. Adoptar las mejores prácticas sugeridas por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV-IOSCO), la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) y el Fondo Monetario Internacional (FMI)

Este documento estará disponible en el sitio Web de la SVS ([www.svs.cl](http://www.svs.cl)) a contar del 18 de agosto de 2008 hasta el viernes 17 de octubre de 2008, para todos quienes quieran aportar a esta discusión técnica. Considerando estos comentarios, el Ejecutivo redactará y enviará al Congreso Nacional un Proyecto de Ley. Este mecanismo permitirá a los legisladores tener a la vista un proyecto que resuma una gran cantidad de visiones técnicas que aportarán a la discusión parlamentaria sobre esta iniciativa.

Un cambio como el que se plantea en estas líneas demanda la participación activa de todos quienes sientan puedan aportar a que se construya un mercado de capitales más profundo y eficiente en Chile a partir de un órgano regulador moderno e independiente.

## **1. SVS: una historia de exitoso apoyo al desarrollo del mercado**

### **El rol crítico de la SVS en el mercado financiero**

La Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) vela por el desarrollo de un segmento importante del mercado financiero. Por una parte, todas las sociedades anónimas que emiten títulos de oferta pública, como acciones o bonos, y las que la ley obliga a ser supervisadas como las concesionarias, deportivas y empresas públicas. Por otro lado, están las administradoras de fondos mutuos, de inversión y mutuos hipotecarios, los intermediarios, como corredores y bolsas de productos y valores, las empresas depositarias de valores, las compañías de seguros tanto de vida, crédito y generales, los corredores y liquidadores de seguros y los asesores previsionales. La SVS también supervisa las asignaciones presupuestarias y los beneficios a voluntarios de todos los cuerpos de bomberos del país.

Las empresas antes señaladas y los mercados en los que ellas participan son críticos para el desarrollo del país. Ellas generan la mayor parte de la formación de capital y una buena porción de la creación de empleo directo e indirecto que alimenta el crecimiento económico. En estas industrias, las chilenas y chilenos depositan sus ahorros o adquieren seguros para enfrentar el futuro con mayor certeza en el plano financiero. Dicho de otro modo, una parte crítica del proceso de asignación de recursos en la economía está supervisada por la SVS.

De acuerdo a varios proyectos de ley en discusión en el Congreso, la SVS supervisará también a las cámaras de compensación de valores, las entidades de contraparte central, la totalidad de las empresas públicas y los Mandatos de Administración Ciega de Patrimonio de Autoridades, proyecto conocido como *fideicomiso ciego*, que requiere que las autoridades políticas de la República con alto patrimonio deleguen su administración a terceros para precaver conflictos de interés.

La SVS como tal fue creada en 1980, pero su estructura organizacional y jurisdiccional proviene de la fusión en 1931 entre la Superintendencia de Compañías de Seguros y la Inspección General de Sociedades Anónimas y Operaciones Bursátiles, las cuales contaban con jefaturas unipersonales y de exclusiva confianza del Presidente de la República.

### **La SVS vista desde el exitoso desarrollo de los mercados que regula y supervisa**

La SVS es una institución de reconocido prestigio. A nivel nacional ello se demuestra por la alta valoración que de su actuar tiene la ciudadanía en general y el mercado en particular. En el plano internacional ello es evidente por el hecho que, simultáneamente, la SVS preside el Comité de Mercados Emergentes de IOSCO y es miembro del Directorio de la IAIS, principales referentes supervisores en el mundo de los mercados de valores y seguros respectivamente. Este prestigio se debe a que cuenta con personal de primer nivel, comprometidos con su misión, actualizado en sus conocimientos y al tanto de los desafíos internacionales.

En parte gracias al rol jugado por la SVS, en los últimos años los mercados de valores y de seguros locales han vivido un enorme progreso. Algunos antecedentes y estadísticas ilustran esta realidad.

El mercado financiero chileno se ha complejizado gracias a la aparición de nuevos actores y nuevos instrumentos más sofisticados, ha ganado en liquidez y dinamismo gracias a un importante grado de innovación.

Las dos tablas siguientes hacen una comparación entre la situación de los inversionistas institucionales en 1983 (tres años después de promulgada la Ley Orgánica de la SVS) y 2007 desde la perspectiva de los activos bajo su gestión. Se ve entre esas fechas un importante crecimiento: los activos de las compañías de seguro se multiplicaron 29 veces y los de los fondos mutuos 363 veces.

**Total Activos bajo la Administración de Inversionistas Institucionales  
(Millones de Pesos)**

	1983	2007	NºVeces
<b>Total Activos</b>	<b>(I)</b>	<b>(II)</b>	<b>(II/I)</b>
<b>Fondos de Pensiones</b>	99.882	55.173.152	552
% PIB	0,59%	64,42%	
<b>Compañías de Seguros</b>	572.314	16.475.004	29
% PIB	3,39%	19,24%	
<b>Fondos Mutuos</b>	33.712	12.237.874	363
% PIB	0,20%	14,29%	
<b>Fondos de Inversión</b>	0	2.902.355	
% PIB	0,00%	3,39%	
<b>FICE</b>	0	168.891	
% PIB	0,00%	0,20%	
<b>Total</b>	<b>705.908</b>	<b>86.957.277</b>	<b>123</b>

*Fuente: SVS*

Estos inversionistas institucionales, además de haber crecido significativamente, han diversificado y sofisticado sus portafolios, en buena parte con instrumentos nacionales.

La siguiente tabla muestra como se ha completado la oferta de instrumentos financieros disponibles en el mercado en el mismo período: tres años después de promulgado el DL 3.538 que rige a la SVS y a finales de 2007. Se aprecia un gran vigor en el mercado de acciones, que pasó de significar un 20,6% del PIB en 1983 a un 123,8% en 2007 (ver Anexo 1 para más datos).

Los bonos corporativos pasaron de 3,4% a un 10,8% y sectores como infraestructura, energía, comercio y recursos naturales acuden frecuentemente a esta fuente de financiamiento. Asimismo, los bonos de entidades financieras son relevantes al pasar de 0,42% a un 7,5% del PIB. (ver Anexo 2 para más datos)

**Stock de Instrumentos financieros**  
(Millones de pesos 2007)

	1983	2007	N°Veces
Total Stock (Millones de Pesos 2007)	(I)	(II)	(II/I)
<b>Acciones (1)</b>	3.470.976	106.018.649	31
% PIB	20,6%	123,8%	
<b>Bonos Corporativos (2)</b>	567.881	9.264.412	16
% PIB	3,4%	10,8%	
<b>Bonos Securitizados (2)</b>	0	1.236.076	—
% PIB	0,0%	1,4%	
<b>Bonos entidades financieras (3)</b>	71.649	6.452.953	90
% PIB	0,4%	7,5%	
<b>Efectos de comercio (2)</b>	74.302	365.667	5
% PIB	0,4%	0,4%	
<b>Letras de Crédito y Mutuos Hipotecarios(4) y (5)</b>	2.263.565	5.066.397	2
% PIB	13,4%	5,9%	
<b>Total</b>	<b>6.448.374</b>	<b>128.404.154</b>	<b>20</b>

(1) Corresponde al patrimonio bursátil de los emisores inscritos en la Bolsa de Comercio de Santiago. (2) Deuda vigente a valor par. (3) Corresponde al total de obligaciones por bonos del sistema financiero (Revista de Información Financiera, SBIF). (4) Corresponde a la deuda vigente a diciembre de cada año, asociada a Letras de Crédito (para la vivienda y fines generales), emitidas por instituciones bancarias. (5) Corresponden al total de mutuos hipotecarios vigentes (capital no amortizado más los intereses devengados) al 31 de diciembre de cada año.

Fuente: SVS, SBIF

Por otro lado, los mercados de valores y seguros se han democratizado al incorporarse directa e indirectamente más y nuevos inversionistas activos y al masificarse el acceso al seguro. Como lo muestra el cuadro siguiente, más de 1 millón de personas confían su ahorro voluntario a la industria de fondos mutuos que administra activos por casi USD 24.000 millones. Hoy se ofrecen al público más de 600 tipos de fondos mutuos de 7 categorías distintas (más detalles en el Anexo 3).

Número Partícipes	2002	2003	2004	2005	2006	2007
DEUDA CORTO PLAZO	177.268 (46,24%)	176.780 (40,35%)	196.229 (35,07%)	251.592 (38,36%)	327.462 (39,32%)	411.786 (37,87%)
DEUDA MEDIANO Y LARGO PLAZO	136.573 (35,62%)	170.048 (38,82%)	234.390 (41,89%)	194.124 (29,60%)	227.233 (27,28%)	234.915 (21,61%)
ACCIONARIOS	32.370 (8,44%)	45.958 (10,49%)	58.059 (10,38%)	106.649 (16,26%)	128.494 (15,43%)	198.979 (18,30%)
MIXTO	24.885 (6,49%)	26.681 (6,09%)	31.647 (5,66%)	35.803 (5,46%)	54.582 (6,55%)	95.956 (8,83%)
LIBRE INVERSION	12.270 (3,20%)	14.014 (3,20%)	22.799 (4,07%)	36.471 (5,56%)	51.019 (6,13%)	78.359 (7,21%)
GARANTIZADO	0 (0,00%)	4.609 (1,05%)	16.302 (2,91%)	30.004 (4,57%)	41.536 (4,99%)	57.105 (5,25%)
INVERSIONISTAS CALIFICADOS	0 (0,00%)	0 (0,00%)	150 (0,03%)	1.232 (0,19%)	2.507 (0,30%)	10.208 (0,94%)
<b>TOTAL</b>	<b>383.366</b>	<b>438.090</b>	<b>559.576</b>	<b>655.875</b>	<b>832.833</b>	<b>1.087.308</b>

Fuente: SVS



En el sector de los seguros, la masificación del seguro se ha hecho una realidad: más de 2 millones de adquirientes del Seguro Obligatorio de Accidentes Personales, más de 3,5 millones de tenedores de pólizas asociadas a créditos bancarios (incluyendo tarjetas de crédito) y más de 8,5 millones de tarjetas de crédito no bancarias. En el sector previsional, hoy 373.000 personas han optado por la modalidad de renta vitalicia.

Finalmente, el mercado se ha internacionalizado crecientemente: las transacciones financieras con el resto del mundo se han incrementado y la competencia con instituciones foráneas se ha acrecentado. Las empresas chilenas pueden levantar capital fácilmente no solo en Nueva York desde la aparición de los ADR, sino también en Canadá, donde ha habido financiamiento de proyectos mineros, también Gran Bretaña o Brasil. Respecto de la emisión de deuda, existen al menos 36 emisiones de bonos corporativos en el extranjero, 9 en mercados globales, 10 en Estados Unidos (Yankee), 15 en el mercado europeo (Euro) y 2 en América Latina (México y Perú).

### **El dinamismo del mercado requiere potenciar la institucionalidad**

El dinamismo del mercado y sus retos futuros ponen hoy a la SVS frente a nuevos desafíos que es necesario enfrentar para continuar aportando al desarrollo del país. El mercado de capitales chileno tiene fortalezas que pueden significar una fuente importante de crecimiento en sí mismo, pero más importante aun, para la economía en su conjunto.

Es así como mercados cada vez más dinámicos, con creciente complejidad de productos, mayor integración internacional y masiva presencia de inversionistas menos informados requieren potenciar la institucionalidad existente de forma tal de asegurar que los logros del pasado se proyecten hacia el futuro.

Los beneficios de enfrentar decididamente y a tiempo estos desafíos son claros: mayor desarrollo del mercado, fortalecimiento de la innovación, brindar suficientes garantías de respeto a la fe pública por la incorporación de inversionistas con menor preparación y generar condiciones adecuadas para que el mercado y sus actores enfrenten adecuadamente la competencia internacional.

Para enfrentar estos nuevos retos y mantener a la institución como protagonista del desarrollo del mercado este documento propone una reforma simple en su arquitectura legislativa pero potente en sus implicancias centrada en el *gobierno corporativo* de la SVS. La reforma modifica un solo cuerpo legal, la Ley Orgánica de la SVS, es decir, el DL 3.538 de 1980, y se concentra en solo dos aspectos:

- (a) cambio en la estructura de gobierno de la institución
- (b) cambio en la institucionalidad sancionadora

## **2. Los desafíos y riesgos futuros de la SVS**

Administrativamente, la SVS se encuadra bajo la categoría de Servicio Público descentralizado, esto es, instituciones que formando parte de la Administración del Estado, se caracterizan por:

- a) tener personalidad jurídica propia de Derecho Público;
- b) tener patrimonio propio, y

- c) estar sometidas a controles estatales externos o –heterónomos- de naturaleza flexible, únicamente técnico jurídico y no de mérito, oportunidad o conveniencia y por regla general, ejercido ex post y no previamente.

En este sentido, la SVS forma parte del conjunto de organismos públicos que por la naturaleza del vínculo organizacional que los une con la Administración Central, gozan de un margen mayor de independencia para ejecutar sus funciones dentro de su competencia, relacionándose con el Presidente de la República a través del respectivo Ministerio. En este caso, la SVS se relaciona con el Gobierno a través del Ministerio de Hacienda.

La SVS es dirigida por una persona, el Superintendente, designada y removida por el Presidente de la República, y es por lo tanto, de su exclusiva confianza. Cuenta con amplios poderes de gestión institucional, así como en temas normativos, de supervisión y sanción. El Superintendente reúne la representación legal, judicial y extrajudicial de la SVS.

Esta estructura de *gobierno corporativo unipersonal* ha sido exitosa hasta ahora pero en un mercado financiero crecientemente complejo y altamente integrado con los mercados financieros internacionales, se requiere de una institucionalidad que reduzca los potenciales riesgos asociados a estructuras de este tipo. Los riesgos aludidos son:

- Riesgo asociado a la discrecionalidad. En estructuras unipersonales de gobierno corporativo, el Superintendente goza formalmente de un amplio margen de discrecionalidad normativa que es necesario para poder adaptar la norma ante cambiantes condiciones de mercado. Sin embargo, ello no va generalmente acompañado de mecanismos eficaces que, *ex ante*, acoten la discrecionalidad.
- Riesgo de interferencia. La credibilidad es un elemento central para el adecuado accionar de un organismo fiscalizador. En el caso de la SVS más del 80% de los casos en los últimos 20 años, los Tribunales han rechazado las reclamaciones presentadas en contra de la SVS. Producto de las nuevas responsabilidades que diversos proyectos de ley le otorgan a la SVS es necesario ajustar la estructura de gobierno corporativo de la SVS de forma tal de mantener intacta su credibilidad.
- Riesgo del proceso sancionador: Como lo han señalado la Corte Suprema, la Contraloría General de la República y el Tribunal Constitucional, al poder sancionador de la Administración del Estado se le hacen aplicables los principios del Derecho Penal, aunque de manera matizada. De ello se sigue que la Administración del Estado, cuando sanciona, debe proveer a quienes son sujetos de un procedimiento sancionador garantías del debido proceso legal, tales como la independencia e imparcialidad del órgano sentenciador, el derecho a defensa y el derecho a ser juzgado dentro de un plazo razonable. En la medida que el órgano que investiga y sanciona es el mismo, dichas garantías podrían verse amenazadas. Esto ha sido uno de los motivos que ha impedido la aprobación de facultades investigativas más amplias como aquellas con las que cuentan otros reguladores de países con mejores índices de cumplimiento de la ley las que en el contexto de un mercado financiero pueden potenciar su labor.

- Riesgo de supervisión. La estructura actual también permite, potencialmente al menos, que el nivel y los criterios de supervisión sean variables en el tiempo lo que puede generar incertidumbre regulatoria.
- Riesgo de gestión interna. Ex ante, las políticas de desarrollo interno seguidas pueden no tener persistencia, por ejemplo, la planificación estratégica. El problema genérico de un *gobierno corporativo unipersonal* es que reposa exclusivamente en una sola persona, el Superintendente.

### **Ineficiente limitación del poder discrecional de la SVS**

Una forma de acotar los riesgos asociados a estructuras corporativas unipersonales consiste en limitar el poder discrecional, lo que puede ser claramente ineficiente.

En esta misma línea y a pesar de su buena reputación e impecable historia, *la institucionalidad* de la SVS no permite un pleno uso de las capacidades normativas contempladas en su Ley Orgánica. Estamos en presencia de un mal equilibrio en el que se prefiere que la Ley limite el poder discrecional de la SVS. De esta forma se incorporan a diversos cuerpos legales aspectos que podrían no estar en ellos sino en normas o reglamentos dejando en letra muerta la oportunidad, de acuerdo al N° 20 del artículo 60 de la Constitución Política de la República, de reservar a la ley “toda norma de carácter general y obligatoria que estatuya las bases esenciales de un ordenamiento jurídico”, para facilitar el desarrollo de los mercados con una actualización permanente y crítica de sus regulaciones.

En el Anexo 5 se ilustran algunos ejemplos de detalles presentes en algunas leyes financieras chilenas que podrían ser considerados “excesivos”, mirados en abstracto y que resultan como consecuencia razonable del interés de todas las contrapartes en acotar el margen de acción discrecional del Superintendente.

Paradójicamente, esta situación va contra el interés del legislador de establecer el mejor marco permanente de desarrollo para los mercados de valores y seguros. La ineficiencia que genera este mecanismo impide que la SVS siga adecuadamente la dinámica de los mercados producto de la evidente mayor lentitud del proceso legislativo respecto del normativo. Esto retrasa la implementación de algunas medidas necesarias para su desarrollo de los mercados que finalmente implica un costo potencial en crecimiento económico.

### **Su estructura de gobierno aleja a la SVS del estándar de mercados desarrollados**

Si se compara la estructura de gobierno corporativo de la SVS con la de sus pares en el concierto internacional se aprecia que, especialmente al considerar los reguladores de los mercados de valores, hay una diferencia considerable (ver Anexo 7: Valores). En efecto, los países que sirven de referencia para Chile como Brasil, Canadá, España, Estados Unidos, Francia y el Reino Unido tienen como regulador de sus mercados de valores a *comisiones con diversos grados de autonomía* que se detallan en el anexo. Existe un estándar internacional muy claro para el regulador del mercado de valores.

Ello es algo menos evidente para los reguladores del mercado de seguros (ver Anexo 7: Seguros). En el caso de Seguros, si bien se trata en general de comisiones, la autonomía

es variable. En Francia, Estados Unidos, Canadá y el Reino Unido los consejeros tienen períodos fijos, pero las causales de remoción pueden ser fáciles de activar, de manera que la independencia no es clara como en el ámbito de valores. En el caso de España, además, el regulador está adscrito al Ministerio de Economía y Hacienda. Algo similar ocurre en Brasil.

Para resumir, la actual estructura de gobierno de la SVS no corresponde con las mejores prácticas sugeridas por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV-IOSCO) y la Organización Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS). Recientemente el Fondo Monetario Internacional (FMI) en su revisión del artículo IV de 2008 también sugirió dar más autonomía al ente regulador.

### **SVS y el desafío de Santiago Centro Financiero Internacional**

La estructura actual de la SVS no es suficiente en la perspectiva de convertir a Santiago en un centro financiero internacional. En efecto, los inversionistas extranjeros requieren de estabilidad en las reglas del juego. La buena reputación de las autoridades chilenas es una consideración importante que juega a favor, pero hacia el futuro, junto con la excelencia de las autoridades, más relevantes son las organizaciones institucionales, públicas y privadas, que dan simultáneamente estabilidad con suficiente flexibilidad para adaptar la norma a las necesidades del mercado.

### **3. De SVS a CVS, la Comisión de Valores y Seguros**

La reforma propuesta busca generar condiciones mínimas para un adecuado desarrollo futuro de los mercados de valores y seguros en Chile considerando sus desafíos y potencialidades. Se propone que la SVS cambie su estructura de gobierno corporativo para transformarse en una Comisión de Valores y Seguros (CVS).

#### **Una reforma dentro de la tradición modernizadora chilena**

De conformidad con el Art. 31 de la Ley Orgánica Constitucional de Bases Generales de Administración del Estado, la regla es que los servicios públicos estén a cargo de un Jefe Superior denominado Director, quién será el funcionario de más alta jerarquía dentro del respectivo organismo, sin perjuicio de la posibilidad de que, el legislador otorgue a dicho cargo una denominación distinta, tal y como ocurre con el de Superintendente de Valores y Seguros.

Sin embargo, el inciso segundo de dicho artículo establece que, en circunstancias excepcionales, la ley podrá establecer consejos u órganos colegiados en la estructura de los servicios públicos con las facultades que ésta señale, incluyendo la dirección Superior del Servicio.

En este sentido, que órganos del Estado que forman parte de la administración del Estado se organicen bajo la forma de cuerpos colegiados, tal como propone este documento para la CVS, no es ajeno a nuestro sistema legal sino que se enmarca en la tradición modernizadora del aparato público.

## Objetivos de la CVS

La reforma pretende alcanzar los siguientes objetivos:

- Hacer más eficiente el proceso regulatorio para facilitar el dinamismo del desarrollo del mercado y su contribución al crecimiento del país;
- Favorecer el resguardo de la calidad y oportunidad del cumplimiento de la ley y la norma, de manera de resguardar mejor la fe pública en un mercado en creciente masificación y complejidad;
- Ganar en transparencia, rendición de cuentas y calidad de servicio a la ciudadanía, e
- Incrementar la eficiencia en la gestión, dándole mayor persistencia y predictibilidad a las decisiones institucionales.

## Novedades de la CVS: Consejo Directivo y Audiencia

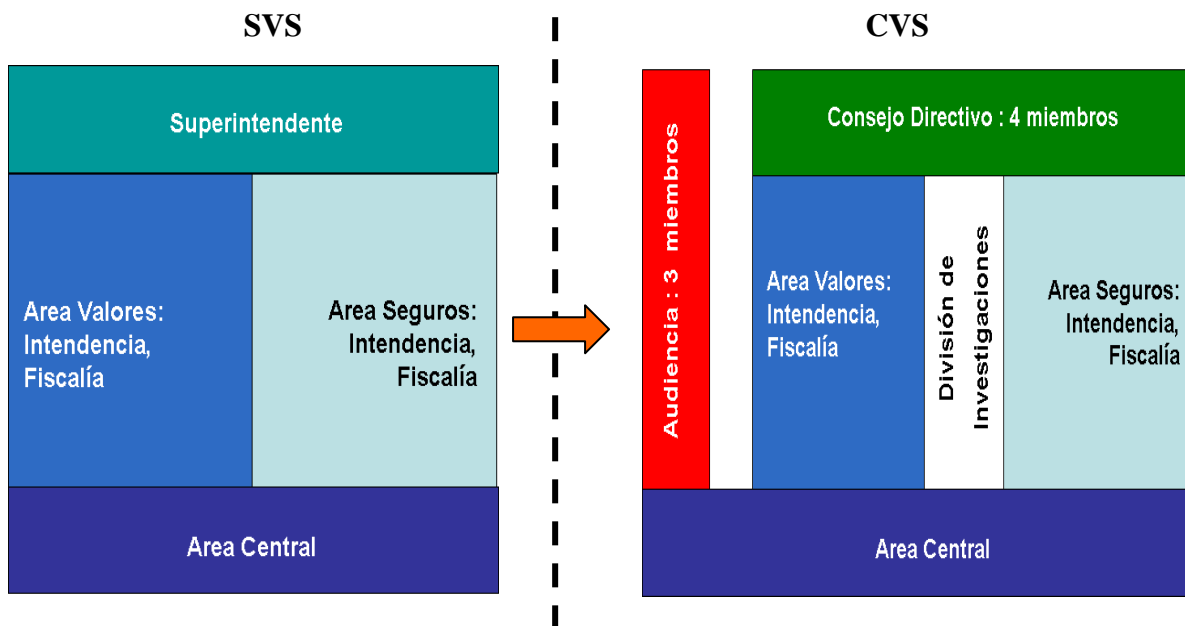
La reforma contempla exclusivamente cambiar el gobierno corporativo de la SVS y el proceso sancionador. El resto de las atribuciones y funciones de la actual SVS se mantienen intactas. En particular, la CVS seguiría supervisando y regulando los mismos mercados que la SVS en la actualidad.

Esto quiere decir que la CVS mantendría íntegras las funciones de tipo normativo y las de supervisión que tiene la SVS. Sin embargo el proceso sancionador cambia inspirándose en el modelo francés y en el norteamericano.

La propuesta es que, al interior de la CVS, existan dos cuerpos totalmente independientes el uno del otro:

- un Consejo Directivo de la CVS, que detendrá las actuales facultades normativas, supervisoras, de investigación y formulación de cargos que actualmente detenta la SVS.
- una Audiencia de Valores y Seguros, que se le otorgarán las facultades sancionadoras que actualmente tiene la SVS. En este sentido, la reforma propuesta consiste en trasladar las *actuales facultades sancionadoras que detenta el Superintendente* quedando éstas radicadas en la Audiencia. Esta Audiencia es independiente del Consejo de la CVS.

## Diagrama de la reforma



### Consejo Directivo

La estructura que se propone es que la Ley defina las facultades y obligaciones de la CVS, tal como lo hace actualmente con la SVS. Luego, la Ley especifica derechos y deberes del Consejo Directivo y por último encarga materias determinadas e identifica responsabilidades en quien presida la Comisión.

La CVS estaría dirigida por un cuerpo colegiado (llamado Consejo Directivo de la CVS) liderada por un Presidente Ejecutivo asumiendo en esta calidad parte de las funciones administrativas que hoy tiene el Superintendente. Desde la perspectiva de la Administración del Estado, este Presidente de la CVS sería el “Jefe de Servicio”.

El Presidente de la CVS tendrá a su cargo, entre otros, la conducción de las relaciones con el Gobierno; así como con organismos internacionales o entidades reguladoras extranjeras; presidirá y convocará las sesiones del Consejo; ejecutará y dará cumplimiento a las normas y acuerdos dictados por el Consejo; y asumirá la representación judicial y extrajudicial de la Comisión.

El cargo de Consejero es de dedicación exclusiva, con la habitual excepcionalidad de labores académicas. Se consideran inhabilidades y prohibiciones personales y profesionales aplicables a todos los consejeros, en similares términos a lo establecido para otros órganos colegiados públicos, estableciéndose incluso como causal de cesación en el cargo el incumplimiento de alguna de estas disposiciones. Lo anterior como una garantía que asegure el correcto desempeño de sus funciones.

El número de miembros del Consejo es un elemento crítico. Para un país pequeño como Chile parece razonable considerar un Consejo de tamaño reducido. Sin embargo, un Consejo muy pequeño (Ej. 3) puede restarle gobernabilidad al Presidente. Asimismo, un

Consejo numeroso (Ej. 7), además de un problema de costos, a su vez puede tener consecuencias sobre la efectividad de la institución.

En este sentido, parece razonable proponer un Consejo que esté compuesto por *cuatro* (4) miembros, donde el Presidente tiene voto dirimente en caso de empate. Esta estructura compatibiliza gobernabilidad efectiva con el efecto estabilizador que significa requerir la aprobación de un Consejo cuyas actas además serán públicas.

Las funciones ejecutivas de los Consejeros debiera decidir las el Consejo en función de sus prioridades, las circunstancias y las características de los Consejeros. Estas funciones ejecutivas debieran buscar homologar procesos y criterios entre las áreas de valores y seguros, sin reemplazar las funciones propias de los Intendentes o Fiscales. Ejemplos de funciones que podrían asumir los consejeros, además de las labores propias del Consejo, incluyen fiscalización, conducta de mercado, desarrollo normativo, riesgo operativo y tecnológico etc....

Por su parte, se considera la posibilidad de que el Consejo cree Comités Consultivos especiales con expertos, con el objeto profundizar temas específicos en asociación con el mercado.

### **Audiencia de Valores y Seguros**

El proceso sancionador reformado *contempla dividir las actuales facultades* que el Superintendente posee en forma exclusiva entre las que se asignan al Consejo de la CVS por un lado y a la Audiencia por otro. Dichas facultades, que no sufren alteración alguna, están contempladas hoy en el DL 3.538.

La Audiencia podría estar compuesta por tres personas de dedicación exclusiva, una de las cuales será su presidente, con inhabilidades y prohibiciones personales y profesionales, estableciéndose incluso como causal de cesación en el cargo el incumplimiento de alguna de estas disposiciones.

La nueva lógica del proceso sancionador es que la División de Investigaciones, que actualmente depende del Comité de Sanciones (integrado hoy por el Superintendente, el Intendente y el Fiscal), con la reforma dependa del Consejo Directivo. Como hoy, esta división será la encargada de llevar a cabo las pesquisas asociadas a comportamientos anómalos de mercado. Estas pesquisas serían presentadas ante el Consejo Directivo y es en esta instancia que se decidiría *formular cargos* a una determinada persona. Una vez decidida la formulación, ésta se hace pública y se presenta ante la Audiencia.

Es ante la Audiencia, que es independiente del Consejo que hizo la formulación, que se lleva a cabo todo el *proceso contradictorio*. Es ante ella que la defensa presenta sus descargos y es la Audiencia la que decide finalmente las sanciones.

Se propone que la Audiencia opere a requerimiento del Consejo Directivo o como instancia de apelación en los recursos de reposición administrativa.

La reforma también contempla que las apelaciones a estas sanciones tengan lugar ante la Corte de Apelaciones y no ante los Tribunales Ordinarios.

La mejora del proceso sancionador, más allá de la separación entre quien presenta la formulación y quien decide la sanción, también se produce por la reducción a casi la



mitad del tiempo que media entre la eventual falta y el conocimiento público de la formulación (hoy se comunica la sanción meses después de la formulación).

Esto implica aumentar considerablemente el poder disuasivo del proceso sancionador que manejará la CVS comparado con la SVS.

### **Mayores grados de independencia**

La CVS requiere de mayores grados de independencia. Al respecto la propuesta es que:

- (a) Cada miembro, ya sea del Consejo Directivo o de la Audiencia, sería designado por el Presidente de la República, a partir de una terna propuesta para cada cargo por el Consejo de Alta Dirección Pública. La referida terna debería ser presentada por el Consejo de Alta Dirección Pública al Presidente de la República con una anticipación de, a lo menos, sesenta días a la fecha en que haya de producirse la expiración del plazo en el cargo del consejero respectivo. Para la confección de la terna, el Consejo de la Alta Dirección Pública establecerá un procedimiento especial que deberá contemplar, a lo menos, la participación de una empresa de head hunting de reconocido prestigio, la que deberá proponerle a dicho Consejo una nómina de posibles candidatos al Consejo o miembro de la Audiencia.
- (b) Siguiendo otros cuerpos colegiados en Chile, tanto para Consejeros como para miembros de la Audiencia, se contempla considerar estrictos y elevados requisitos de idoneidad profesional y experiencia.
- (c) Los Consejeros y miembros de la Audiencia estarían sujetos a requisitos habilitantes, tanto al inicio de funciones como durante todo su periodo. Cada vez que estos tengan un carácter objetivo; esto es, que su comprobación resulte de antecedentes fehacientes que tengan una forma preestablecida bastaría un decreto del Presidente de la República debidamente fundado y su toma de razón para remover al consejero inhábil.
- (d) Se propone que los Consejeros y miembros de la Audiencia de Valores y Seguros tengan mandatos fijos de 6 años cada uno. Tanto Consejeros como miembros de la Audiencia serían reemplazados por parcialidades periódicas.

Las presidencias, tanto del Consejo como de la Audiencia, durarían la mitad del mandato y serían elegidos por el Presidente de la República entre los miembros de cada cuerpo. Se contempla la reelección por una vez. La propuesta contempla una serie de regulaciones de Conflictos de Interés e Incompatibilidades de los Consejeros siguiendo la línea de lo considerado por el Banco Central de Chile a sus Consejeros.

Como destacan Quintyn (2004) y Matías Larrain (2008), hay cuatro dimensiones de la autonomía de un organismo regulador: política, regulatoria, supervisora y presupuestaria (ver Anexo 6).

Ganar autonomía del Poder Ejecutivo es crítico para el cumplimiento de la misión de la CVS. La supervisión tradicional que la institución ejerce sobre, por ejemplo, sociedades anónimas abiertas la exponen a acusaciones de interferencias de tipo político. Nuevos proyectos de Ley como el que le entrega la supervisión de los *fideicomisos ciegos* y de empresas públicas pueden aumentar este riesgo. Es más, aun cuando dicha interferencia



podiera no tener lugar, la naturaleza de la supervisión de distintas instituciones tanto públicas como privadas se presta para que la CVS sea *acusada* de estar instrumentalizada con fines políticos. La propuesta actual parece bastar al propósito, otorgándole a la CVS suficiente independencia para cumplir con los objetivos que han sido planteados.

### **Mayor transparencia y rendición de cuentas**

La SVS hoy rinde cuentas, en el plano de la administración de los recursos públicos a la Contraloría General de la República y al Ministerio de Hacienda en lo que respecta a indicadores de gestión. A su vez, por razones de buenas prácticas se realiza anualmente una detallada presentación ante opinión pública. Salvo excepciones, todos los actos administrativos son públicos. La CVS, al igual que la actual SVS, estará sometida a la fiscalización de la Contraloría General de la República en lo que concierne al examen de las cuentas de sus entradas y gastos. Igual obligación se contempla para la Audiencia.

Sin embargo, en la medida que la CVS tenga una mayor autonomía que la actual SVS, es natural considerar otras formas de transparencia y sobre todo de rendición de cuentas. Para ello, la Comisión elaborará y dará publicidad a un informe anual en el que se refleje su actuación y la situación general de los mercados de valores y seguros.

Como regla general, el Consejo y la Audiencia harán públicas sus decisiones y las razones que se tuvieron a la vista para justificarlas. Para efectos de que el mercado pueda además prever de mejor manera las decisiones futuras y por esta vía orientar mejor las decisiones del sector privado, los votos de minoría deberán transparentarse también.

Sin embargo, como órgano regulador, por razones prudenciales el Consejo y la Audiencia podrán, en casos específicos, decidir mantener la reserva de determinada información o de determinadas decisiones por un plazo que deberá establecerse por decisión del Consejo y la Audiencia respectivamente.

## **4. Efectos estimados de la reforma**

La reforma propuesta a la institucionalidad de la SVS la fortalece y prepara para los desafíos que ya enfrenta pero que se acelerarán en el futuro cercano. Es posible catalogar los efectos en tres: impacto sobre los riesgos identificados antes, efectos sobre la calidad y oportunidad de los cambios normativos y efectos sobre la intensidad y consistencia en el cumplimiento de la ley.

### **Impacto de la reforma sobre riesgos del gobierno corporativo**

Se han identificado una serie de riesgos que se avizoran en el futuro que requerirían un ajuste a la actual estructura corporativa de la SVS. En esta dirección, la CVS propuesta tiene una estructura que permite, enfrentar adecuadamente dichos riesgos y potenciar el cumplimiento de su rol.

En el plano de los *riesgos de interferencia*, la autonomía propuesta permite a los Consejeros y miembros de la Audiencia tomar decisiones pensando únicamente en el cumplimiento estricto de la Ley, abstrayéndose de presiones que pudieran recibir. Esto permite fortalecer el rol de la CVS como garante de la fe pública frente a temas de compleja resolución.

En cuanto a los *riesgos de la discrecionalidad*, la estructura propuesta permite dar garantías que ella será utilizada constructivamente y sin sesgos. En efecto, ante el Consejo Directivo, siendo un ente colegiado, es improbable que decisiones normativas puedan abusar de la discrecionalidad. Más aun, la estabilidad del Consejo por la forma en que sus miembros son nominados, tiende a generar a su vez mayor persistencia en las políticas y estabilidad *ex ante* en las reglas del juego. Esto debiera permitir, a través del tiempo, explotar de mejor manera la potestad normativa del ente regulador para beneficio y desarrollo del mercado.

La reforma mejora sustancialmente también los *riesgos del proceso sancionador*. Al separar el proceso de investigación y formulación de cargos del sancionador propiamente tal, cada uno a cargo de órganos independientes entre sí, se gana en efectividad sancionadora, haciendo que el público sepa antes qué casos están siendo investigados y al mismo tiempo entregando más garantías a los acusados, todo lo cual permite ganar en poder disuasivo de conductas impropias en el mercado.

Finalmente, los *riesgos de supervisión y gestión interna* se reducen producto de la mayor estabilidad de las políticas que implementaría el Consejo Directivo por un lado y la Audiencia por otro. Es importante destacar que la estructura de la comisión (4 miembros con voto dirimente del Presidente) permite manejar eficientemente situaciones complejas, por ejemplo, durante una crisis.

El manejo de todos estos riesgos se ve favorecido además por la mayor transparencia y rendición de cuentas que la CVS tendrá en relación a la situación actual.

## **Potestad normativa y desarrollo del mercado**

La actividad de los mercados regulados, como el mercado de capitales, finalmente es una composición de tres niveles de regulación:

- nivel legislativo. Para modificar las leyes del mercado de capitales se requiere *competir* con otras iniciativas legales de distinta índole.
- nivel normativo. Las normas son elaboradas por el regulador y son de mayor flexibilidad que las normas legales.
- nivel autorregulatorio. Estas normas son desarrolladas por entidades autorreguladas. En Chile este mecanismo está poco explotado comparando con la experiencia internacional en mercados desarrollados.

Si la estructura que se propone para la CVS es suficientemente sólida, en términos que institucionalmente maximiza su autonomía e idoneidad, será factible gradualmente ir traspasando regulación desde el nivel legislativo al normativo, ello en condiciones que den garantías a todos los actores involucrados.

De ser así, se logrará un cambio en la composición de la regulación del mercado de capitales, que será más moderna y podrá por ello adaptarse más rápidamente a las necesidades de mercados dinámicos.

Eventualmente, ello también podría fortalecer la autorregulación *en la medida* que las organizaciones potencialmente autorreguladoras adopten a su vez estructuras de gobierno corporativo que den suficientes garantías a la ciudadanía, la CVS y todos los regulados.

La literatura relacionada con derecho y finanzas, al conectar el origen legal con el desarrollo financiero, destaca el mecanismo de “adaptabilidad”. El argumento es que las tradiciones legales difieren en formalismo y capacidad para evolucionar con las condiciones de mercado. Las tradiciones legales que se adaptan eficientemente a reducir la brecha entre las necesidades contractuales de la economía y el sistema legal contribuyen más al desarrollo financiero del país (Beck and Levine, 2005).

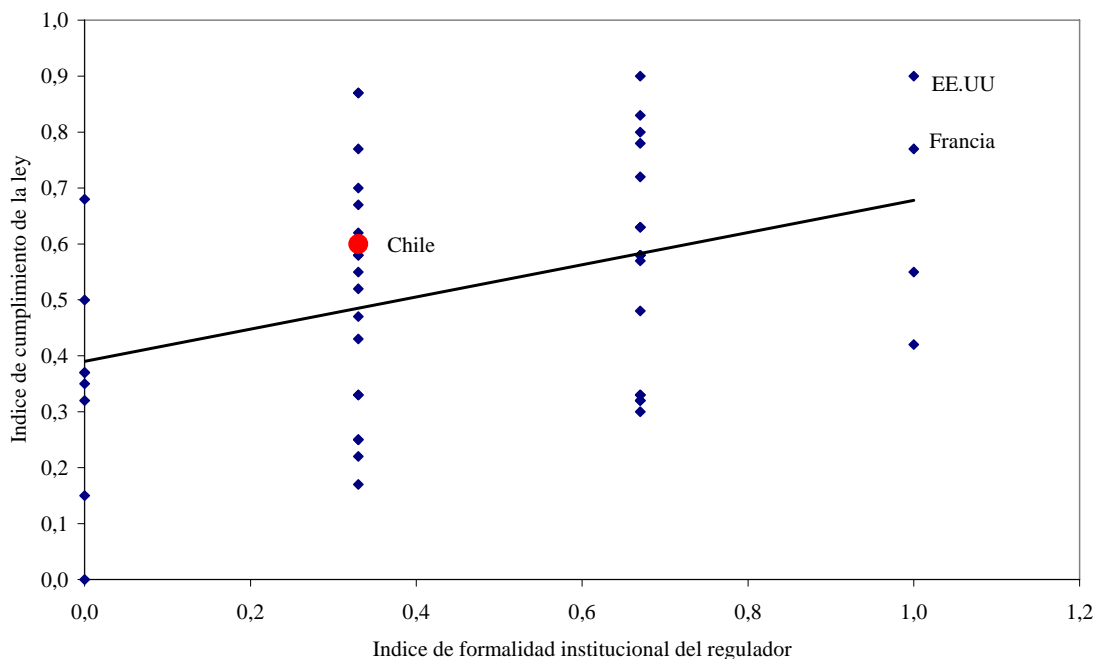
### **Institucionalidad y cumplimiento de la ley**

Mejorar el cumplimiento de la ley (enforcement) es un imperativo ético y legal. No obstante, Battacharya (2008) agrega un elemento más: puede ser mejor no tener Ley que una Ley que se cumpla a medias. La razón es que cuando no existe Ley, todos los actores lo saben y se comportan en consecuencia. Sin embargo, cuando una Ley existe pero no se hace cumplir efectivamente, algunos ciudadanos la cumplirán pero no todos. Esto deja en una situación desfavorable a los que la cumplen y favorece a los que no.

La reforma que crea la CVS implicará una importante mejoría en la calidad del cumplimiento de la ley: las formulaciones de cargos, decididas por un Consejo que hará públicas sus resoluciones y su razonamiento, serán presentadas ante una Audiencia de Valores y Seguros que podrá o no confirmar el criterio de la formulación, pero el efecto disuasivo de la publicidad será mayor. Asimismo, dado que quien formaliza y quien sanciona serán estructuras distintas e independientes entre sí, se eliminará el sesgo conservador que de alguna forma actualmente impone la forma en que se formaliza y sanciona, ganando la CVS en efectividad respecto de la SVS.

La estructura colegiada de la CVS a su vez permitiría dotarla gradualmente de facultades que no puede ni debe tener la SVS dado su gobierno unipersonal y que ayudarían notablemente a mejorar el cumplimiento de la Ley. Entre las facultades a las que se hace referencia se encuentran la de transigir o llegar a acuerdos con la parte investigada, incluso en una etapa previa a la formulación de cargos y distintas formas de cooperación eficaz.

La Porta y Shleifer (2003) estudiaron qué es lo que realmente importa en materia de regulación en mercados de valores del mundo. El gráfico a continuación muestra dos de las variables estudiadas por los autores, una es un índice de características de la institucionalidad del regulador y la otra es un índice del cumplimiento (enforcement) de la ley. Se puede apreciar una relación positiva a nivel mundial: a medida que mejora la institucionalidad, mejora el enforcement.



Fuente: La Porta y Shleifer (2003)

El punto rojo corresponde a la evaluación que hacen los autores de la posición de la SVS en el concierto mundial. Se aprecia que, dada la calidad formal de la institucionalidad actual, el enforcement público es mayor al que predeciría una regresión lineal simple (la línea sólida). Esto quiere decir que el punto de partida de la reforma propuesta es bueno, en la medida que el trabajo de enforcement de la SVS es adecuado dada su institucionalidad. Sin embargo, se aprecia que los países de referencia tienen mejor performance en términos de cumplimiento de la ley que Chile. El gráfico sugiere que la reforma de la estructura SVS a la CVS es probable que signifique un mejor nivel de enforcement.

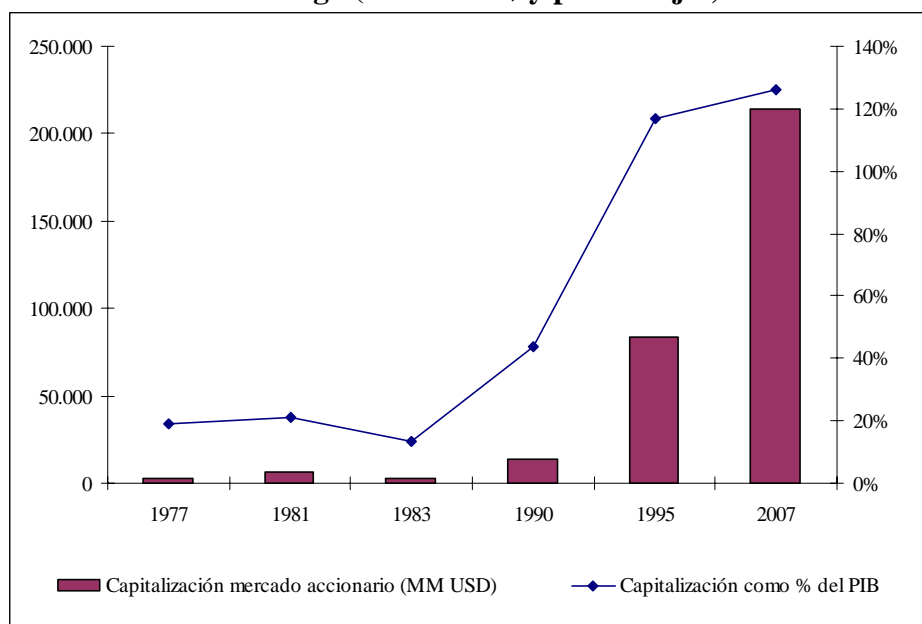
Esto representa una oportunidad de mejora para el mercado chileno. Un ejemplo se relaciona con el caso de información privilegiada por parte de algunos agentes del mercado. Esto produce aumento de costos (spreads), reducción de liquidez y menor incorporación de nuevas empresas al mercado de capitales (IPO). En efecto, el uso de información privilegiada por parte de algunos actores induce a aquellos que transan sin ella a exigir premios por riesgo superior debido a la probabilidad de que la contraparte en la transacción tenga información privilegiada. Esto reduce la liquidez del mercado y en consecuencia, hace menos atractivo para las empresas financiarse a través del mercado de acciones.

## 5. Anexos

### Anexo 1: El exitoso desarrollo del mercado financiero chileno

La capitalización del Mercado Bursátil ha crecido sostenidamente los últimos 20 años, mostrando tasas muy superiores a las exhibidas por el PIB a partir de la década de los 1990s.

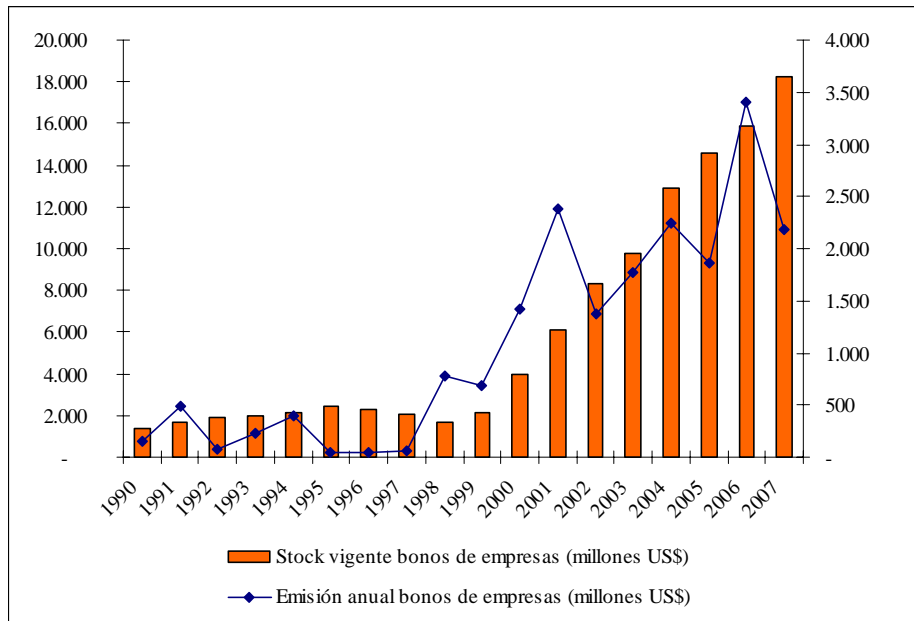
#### Capitalización de mercado de las compañías listadas en Bolsa de Comercio de Santiago (en MMUS\$ y porcentajes)



Fuente: SVS

El importante aumento de los bonos corporativos se explica –principalmente- por la creciente acumulación de fondos del sistema de pensiones y el consiguiente desarrollo del mercado de rentas vitalicias. Por otra parte, el financiamiento de proyectos de infraestructura pública -a través de concesiones- unido a la reducción del stock de pagarés del Banco Central ayuda a explicar el significativo crecimiento alcanzado por el mercado de bonos de empresas.

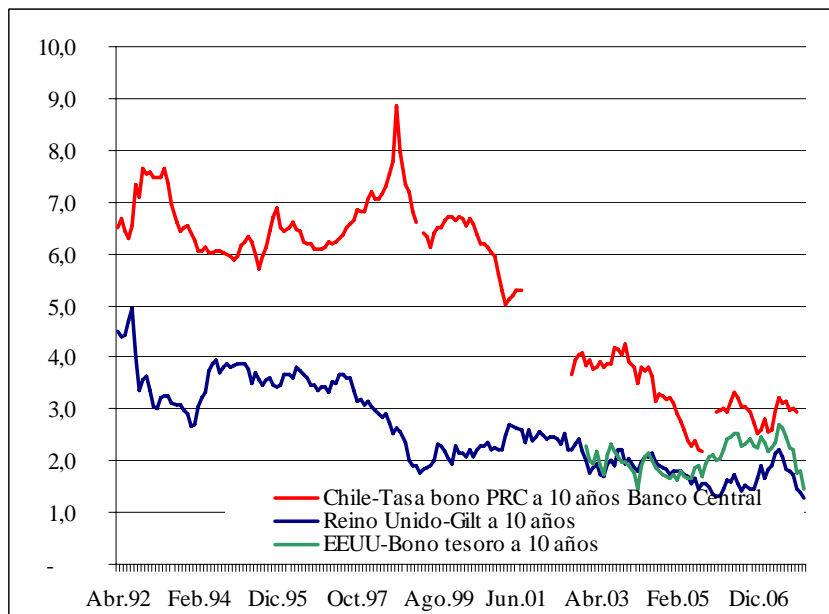
### Emisión y stock de bonos corporativos (MMUS\$)



Fuente: SVS

La convergencia de las tasas de interés doméstica y externas se relaciona con una creciente integración de la economía nacional a los mercados internacionales.

### Bonos con tasas reales a 10 años: Chile-EEUU-Reino Unido

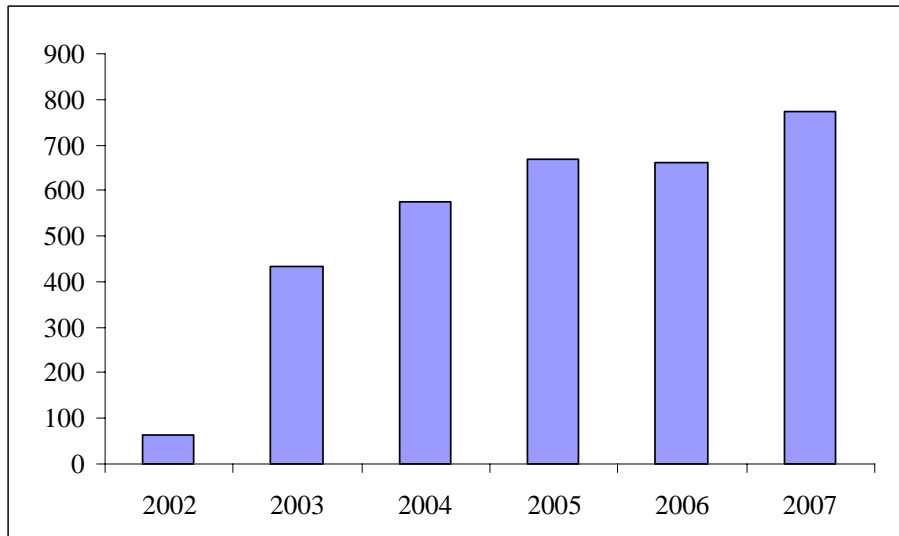


(Tasas de interés reales de bonos del tesoro norteamericano a 10 años sólo disponibles desde 2003)

Fuente: Bloomberg, Reserva Federal EEUU.

La limitación del impuesto de timbres y estampillas para los emisores de líneas de Efectos de Comercio, en 2001, permitió hacer esta alternativa más competitiva frente al financiamiento bancario.

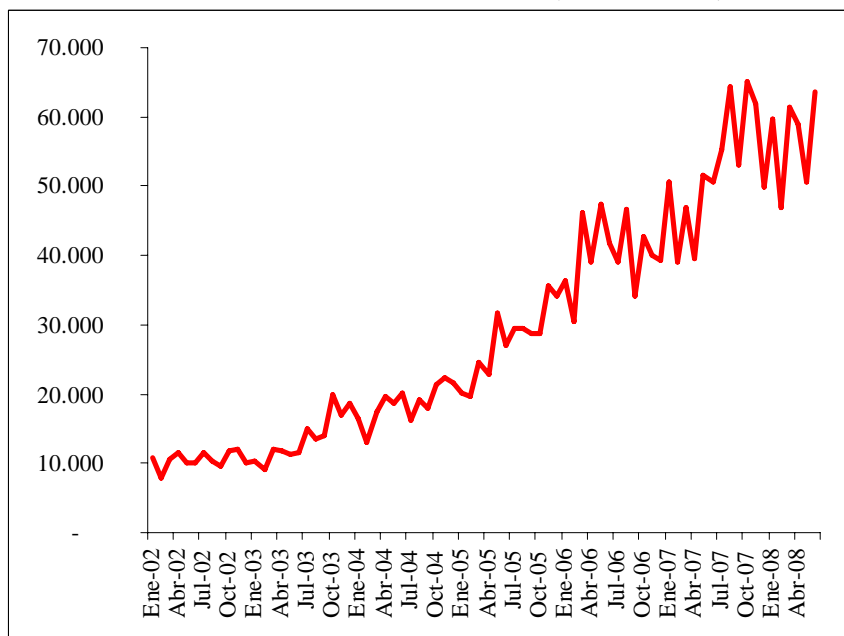
### Efectos de Comercio (MMUS\$)



Fuente: SVS

A partir del año 2000 los bancos fueron autorizados a transar contratos forward con sus contrapartes en el exterior en operaciones con moneda nacional (pesos o UFs). Además, se les autorizó para hacer cobertura de riesgo de crédito asociado con sus portafolios de renta fija y de préstamos comerciales, en moneda local y extranjera.

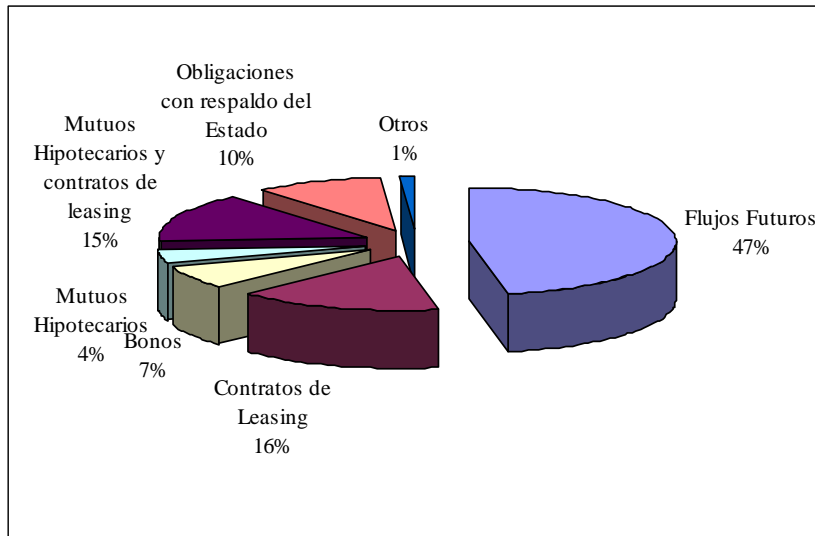
### Montos mensuales transados mercado Forward Pesos chilenos/Dólares EEUU (en MMUS\$)



Fuente: Banco Central

La securitización ha sido una creciente alternativa para compañías de seguros y fondos de pensiones para calzar sus obligaciones de largo plazo. Actualmente, los flujos futuros de tarjetas de crédito o cuentas por cobrar de empresas de retail, han reemplazado a los instrumentos hipotecarios como principal activo a securitizar.

### Activos Securitizados en Chile



Fuente: SVS

Finalmente, para apreciar la mayor complejidad del mercado de valores, el siguiente cuadro muestra la incorporación de activos que ha tenido lugar en Chile, como es el caso de los derivados (forwards, futuros, swaps y opciones), los bonos securitizados o los certificados de depósito de valores. Por su parte, las compañías de seguros crecientemente han aumentado la oferta de instrumentos relacionados con rentas vitalicias, así como con créditos hipotecarios.



NOMBRE DEL INSTRUMENTO	ENTIDADES DEPOSITARIAS / EMISOR	1982	2005
		Mutuos hipotecarios endosables	Empresas bancarias, sociedades financieras, compañías de seguros, sociedades administradoras de fondos de inversión regidas por la Ley N° 18815 y agentes administradores de mutuos hipotecarios endosables.
Acciones de sociedades anónimas abiertas	Sociedades anónimas abiertas fiscalizadas por la Superintendencia de Valores y Seguros. Las sociedades anónimas cerradas también tienen su capital dividido en acciones, pero éstas no son transadas en las bolsas de valores, salvo que el emisor se haya sometido voluntariamente a las normas aplicables a las sociedades anónimas abiertas.	x	x
Bonos corporativos	Empresas, principalmente sociedades anónimas abiertas.	x	x
Efecto de comercio	Empresas, principalmente sociedades anónimas.	x	x
Bono securitizados	Sociedad anónima securitizadora.		x
Cuotas con fondos mutuos	Sociedades anónimas sujetas a normas especiales, cuyo objeto exclusivo es la administración de fondos mutuos, así como las administradoras generales de fondos normadas en el Título XXVII de la Ley N° 18.045 de Mercado de Valores.	x	x
Cuotas de participación de fondos de inversión	Sociedades anónimas sujetas a normas especiales, cuyo objeto exclusivo es la administración de fondos de inversión, así como las administradoras generales de fondos regidas por el Título XXVII de la Ley N° 18.045 de Mercado de Valores.		x
Certificados de depósito de valores (CDV)	Depositario de valores extranjeros. De acuerdo con la ley, solo pueden ser depositarios de valores extranjeros los bancos, sucursales de bancos extranjeros autorizados para operar en Chile y demás personas jurídicas autorizadas para tal efecto por la Superintendencia de Valores y Seguros.		x
Pólizas de seguros de vida	Compañías de Seguros de Vida.	x	x
Pólizas de seguros de renta no previsional	Compañías de seguros de vida		x
Pólizas de rentas vitalicias previsionales	Compañía de seguros de vida que presente una clasificación de riesgo igual o superior a BBB.		x
Forwards	Los emisores de un forward son las partes que intervienen en la suscripción de un contrato Forward.		x
Swaps	Los emisores de un swap son las partes que intervienen en la suscripción de un contrato, donde una de ellas es una empresa bancaria.		x
Futuros	Corredor de una bolsa de valores.		x
Opciones	El emisor de una opción es el lanzador, es decir quien vende una opción de compra (Call) o una de venta (Put). El corredor de una bolsa de valores es quien produce el calce entre el titular y el emisor. La emisión de opciones en nuestro mercado de capitales local solo se ha originado en la Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores.		x

*Fuente: Características de los Instrumentos del Mercado Financiero Nacional (1982, 2005), Banco Central de Chile*

## Anexo 2: Evolución de bonos corporativos.

Bonos corporativos por sector	2002	2003	2004	2005	2006	2007
SERVICIOS	<b>3.684.090</b> (58,42%)	<b>4.595.263</b> (67,44%)	<b>5.089.323</b> (69,18%)	<b>5.324.295</b> (68,06%)	<b>5.763.856</b> (66,40%)	<b>6.266.754</b> (67,64%)
COMERCIALES	<b>894.571</b> (14,19%)	<b>1.097.018</b> (16,10%)	<b>1.243.337</b> (16,90%)	<b>1.147.854</b> (14,67%)	<b>1.390.147</b> (16,02%)	<b>1.584.228</b> (17,10%)
FINANCIERAS	<b>793.203</b> (12,58%)	<b>88.992</b> (1,31%)	<b>228.185</b> (3,10%)	<b>252.579</b> (3,23%)	<b>389.437</b> (4,49%)	<b>456.291</b> (4,93%)
AGROINDUSTRIALES Y FORESTALES	<b>13.429</b> (0,21%)	<b>194.184</b> (2,85%)	<b>192.203</b> (2,61%)	<b>318.726</b> (4,07%)	<b>392.453</b> (4,52%)	<b>392.835</b> (4,24%)
INMOBILIARIO E INVERSIONES	<b>366.298</b> (5,81%)	<b>377.584</b> (5,54%)	<b>233.204</b> (3,17%)	<b>264.155</b> (3,38%)	<b>317.472</b> (3,66%)	<b>229.250</b> (2,47%)
MINERAS	<b>313.146</b> (4,97%)	<b>253.552</b> (3,72%)	<b>218.228</b> (2,97%)	<b>325.313</b> (4,16%)	<b>360.733</b> (4,16%)	<b>195.288</b> (2,11%)
INDUSTRIALES	<b>202.265</b> (3,21%)	<b>168.285</b> (2,47%)	<b>113.134</b> (1,54%)	<b>150.403</b> (1,92%)	<b>26.701</b> (0,31%)	<b>100.899</b> (1,09%)
NAVIERAS	<b>39.363</b> (0,62%)	<b>39.354</b> (0,58%)	<b>39.323</b> (0,53%)	<b>39.374</b> (0,50%)	<b>39.161</b> (0,45%)	<b>38.867</b> (0,42%)
<b>TOTAL</b>	<b>6.306.366</b>	<b>6.814.234</b>	<b>7.356.937</b>	<b>7.822.698</b>	<b>8.679.961</b>	<b>9.264.413</b>

Fuente: SVS

Cifras expresadas en millones de pesos de 2007

Stock de bonos vigentes a valor par.

Los bonos corporativos han experimentado un importante crecimiento en los últimos 5 años, destacándose las empresas del sector servicios y comercial entre los mayores y más dinámicos emisores.

### Anexo 3: Evolución de los fondos patrimoniales

Las siguientes tablas presentan la evolución de la cartera de los fondos mutuos en una comparación entre la situación en 1982 y la realidad reciente. No sólo se observa un crecimiento significativo en los montos involucrados sino también en la mayor complejidad y variedad de instrumentos.

Cartera fondos mutuos	1982		2007	
	Monto	(%)	Monto	(%)
<i>Depósitos bancarios</i>	181	42,57%	7.171.907	59,91%
<i>Acciones</i>	20	4,79%	1.922.862	16,06%
<i>Cuotas Fondos Mutuos</i>	-	-	669.387	5,59%
<i>Bonos Estado y bco. central</i>	10	2,27%	511.729	4,27%
<i>Bonos Corporativos</i>	108	25,44%	494.537	4,13%
<i>Letras crédito bcos. y financ.</i>	-	-	425.354	3,55%
<i>Cuotas Fondos de Inversión</i>	-	-	234.209	1,96%
<i>Bonos bcos e inst. financieras</i>	-	-	204.824	1,71%
<i>Pagarés Empresas</i>	-	-	185.346	1,55%
<i>Bonos Securitizados</i>	-	-	150.797	1,26%
<i>Efectos de Comercio</i>	47	11,08%	-	-
<i>Bonos Hipotecarios</i>	58	13,60%	-	-
<i>Oro</i>	1	0,25%	-	-
<b>Total</b>	<b>426</b>	<b>100,00%</b>	<b>11.970.952</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: SVS

Cifras expresadas en millones de pesos de 2007

Desglose de Fondos Mutuos últimos 5 años por tipo de fondo:  
Patrimonio

PATRIMONIO FONDOS	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<i>FM INST. DE DEUDA CORTO PLAZO</i>	17,38%	26,87%	33,60%	50,87%	48,82%	48,92%
<i>FM INST. DE DEUDA DE MEDIANO Y LARGO PLAZO</i>	71,93%	51,97%	54,63%	24,10%	17,89%	16,09%
<i>FM MIXTO</i>	1,11%	1,63%	1,99%	2,98%	3,58%	5,80%
<i>FM ACCIONARIOS</i>	9,26%	18,17%	4,74%	11,82%	11,02%	13,15%
<i>FM DE LIBRE INVERSION</i>	0,32%	0,91%	3,14%	5,72%	14,05%	9,88%
<i>FM GARANTIZADO</i>	0,00%	0,46%	1,75%	3,76%	3,83%	4,50%
<i>FM DIRIGIDO A INVERSIONISTAS CALIFICADOS</i>	0,00%	0,00%	0,14%	0,75%	0,81%	1,66%

Fuente: SVS

Cartera de fondos de inversión	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<i>TITULOS DE RENTA VARIABLE</i>	<b>316.908</b> (29,84%)	<b>485.670</b> (37,27%)	<b>703.137</b> (46,33%)	<b>597.393</b> (41,58%)	<b>1.261.895</b> (54,50%)	<b>1.912.731</b> (5,62%)
<i>INVERSIONES INMOBILIARIAS</i>	<b>417.008</b> (39,27%)	<b>373.442</b> (28,65%)	<b>351.352</b> (23,15%)	<b>353.950</b> (24,63%)	<b>364.990</b> (15,76%)	<b>393.920</b> (1,16%)
<i>TITULOS DE DEUDA</i>	<b>111.880</b> (10,54%)	<b>223.475</b> (17,15%)	<b>206.658</b> (13,62%)	<b>196.870</b> (13,70%)	<b>289.198</b> (12,49%)	<b>345.912</b> (1,02%)
<i>INVERSIONES NO REGISTRADAS</i>	<b>113.441</b> (10,68%)	<b>98.328</b> (7,54%)	<b>95.580</b> (6,30%)	<b>89.041</b> (6,20%)	<b>137.935</b> (5,96%)	<b>170.426</b> (0,50%)
<i>DISPONIBLE</i>	<b>21.370</b> (2,01%)	<b>2.564</b> (0,20%)	<b>8.497</b> (0,56%)	<b>10.309</b> (0,72%)	<b>27.012</b> (1,17%)	<b>81.803</b> (0,24%)
<i>OTRAS INVERSIONES</i>	-	-	-	<b>25.318</b> (1,76%)	<b>27.185</b> (1,17%)	<b>30.774.696</b> (90,38%)
<i>OTROS ACTIVOS</i>	<b>81.338</b> (7,66%)	<b>119.789</b> (9,19%)	<b>152.487</b> (10,05%)	<b>164.018</b> (11,41%)	<b>207.037</b> (8,94%)	<b>370.673</b> (1,09%)
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>1.061.945</b>	<b>1.303.269</b>	<b>1.517.711</b>	<b>1.436.898</b>	<b>2.315.253</b>	<b>34.050.161</b>

Fuente: SVS

Cifras expresadas en millones de pesos de 2007

De manera similar al caso de los fondos mutuos, los fondos de inversión se han triplicado en 5 años. De éstos, destaca la presencia de renta variable.

#### Anexo 4: Los resultados del proceso sancionador actual

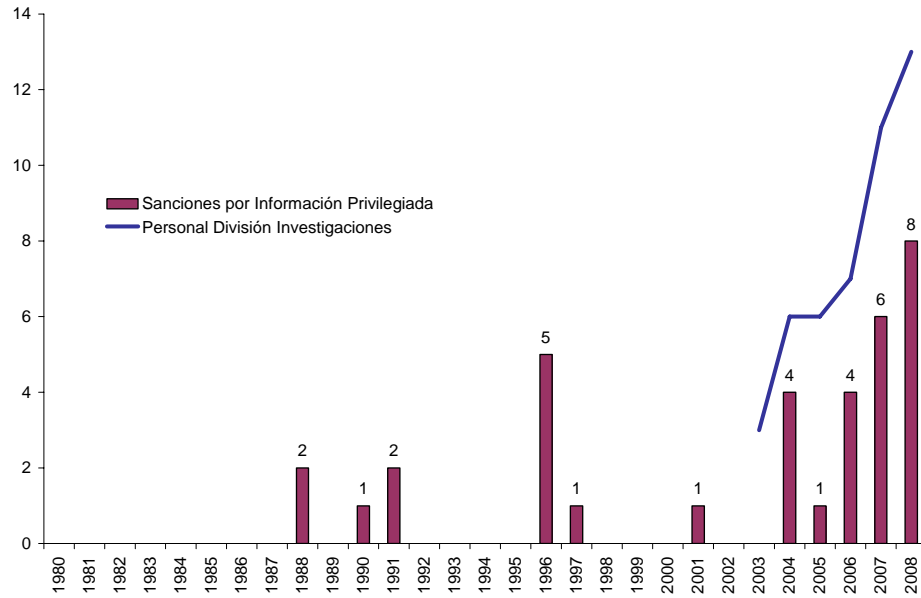
La SVS tiene dos comités de sanciones, uno para el mercado de Valores y otro para Seguros. Los siguientes cuadros muestran para los años recientes un resumen de la actividad sancionadora de cada comité.

Valores					
Por tipo	2003	2004	2005	2006	2007
Censuras	33	2	13	102	79
Multas	68	118	69	55	54
Suspensión	-	-	-	1	0
<b>Total</b>	<b>101</b>	<b>120</b>	<b>82</b>	<b>158</b>	<b>133</b>
Investigaciones realizadas	24	18	15	18	28

Seguros					
Por tipo	2003	2004	2005	2006	2007
Censura	132	294	69	48	192
Multa	54	70	86	145	223
Suspensión	6	4	6	0	0
Suspensión y multa	1	1	0	0	2
Revocación	1	0	0	0	1
Eliminación	111	125	826	69	15
<b>Total</b>	<b>305</b>	<b>494</b>	<b>987</b>	<b>262</b>	<b>433</b>

Fuente: SVS

Algunas sanciones menores son por faltas meramente formales y por ello no conllevan un proceso de investigación. Ellas acumulan la mayoría de las sanciones en número. Sin embargo, en años recientes se ha incrementado el esfuerzo investigador sistemático a violaciones a la Ley de Valores. El año 2003 se creó la División de Investigaciones y desde entonces ésta ha incrementado su personal y los medios a su disposición. Producto de esta mayor sistematicidad y profesionalismo, el Comité de Sanciones de Valores ha establecido sanciones a faltas más complejas de aplicar, como las relacionadas a manejo de información (uso de información privilegiada, deberes de abstención y/o reserva). El gráfico siguiente muestra precisamente esto.



La figura muestra el número de sanciones por infracciones relacionadas al uso de información privilegiada. La evidencia empírica sugiere que no es que este problema se haya incrementado en los últimos años sino que la SVS ha adoptado una estrategia más decidida que en el pasado.

## Anexo 5: Leyes para acotar la discrecionalidad de la SVS

Para acotar la discrecionalidad del Superintendente, que resulta del actual gobierno corporativo, el Gobierno, los Parlamentarios y las industrias, prefieren una situación en la cual se deja poco espacio para desplegar más la potestad normativa de la institución y se recargan las leyes con detalles y normas que podrían no estar en ellas, en virtud del exceso de tecnicismo o la necesidad cierta de actualizar sus parámetros. Esta es una forma ineficiente de acotar la necesaria discrecionalidad de la autoridad que, con los debidos resguardos, es necesario que exista en las economías modernas. En efecto, es necesario actualizar leyes con todo lo que ello implica en tiempo y recursos, para modificar textos legales simplemente porque el exceso de detalles genera confusión o pueden aparecer contradicciones en la intencionalidad del legislador. Algunos ejemplos de las leyes de fondos mutuos, fondos de inversión y de compañías de seguro son:

### *Ley de Fondos Mutuos (DL 1.328)*

- Art. 2º: Regula detalladamente cómo la administradora puede recibir el aporte del partícipe (moneda nacional, extranjera, vale vista bancario en moneda nacional, cheques, etc.). Se regula el caso del aportante que paga con cheque, señalando cuándo la administradora debe presentar a cobro el cheque.
- Art. 13: Se regula los instrumentos elegibles y límites varios de inversión. Los límites en la mayoría de los casos no permiten excepciones que la SVS pueda autorizar en casos concretos. El Art. 13 tiene 11 numerales y a continuación hay un 13A, dos 13B que regulan aún más en detalle determinadas materias. Por ejemplo, el Art. 13B por regular un tema concreto (límite de endeudamiento) abrió la puerta a interpretaciones que limitan su funcionamiento (en derivados).
- Art. 15: Se establece como única valorización la diaria, pero determinados mercados pueden requerir otros sistemas.

### *Ley de Fondos de Inversión (Ley 18.815)*

- Art. 4º: El artículo contiene 16 literales que regulan el contenido mínimo del reglamento interno del fondo.
- Art. 5º: regula los instrumentos de inversión elegibles en 28 literales. A diario aparecen instrumentos; la ley difícilmente puede ir a la velocidad del mercado.
- Art. 17º: Se exige 2 evaluadores independientes relativos a la valoración de las cuotas al momento de la colocación de nuevas cuotas. Se encarece el fondo (Ej. capital de riesgo) y no se requiere para determinados subyacentes. Se regulan activos en que la administradora puede invertir durante el período de colocación.

### *Ley de Seguros (DFL 251)*

- Art. 21: regula las inversiones de las reservas técnicas y patrimonio de riesgos de las entidades aseguradoras y reaseguradoras. Tiene 7 numerales, cada uno con sus respectivos literales, en donde detalladamente describe los instrumentos en que las compañías de seguro pueden invertir.
- Art. 23: regula los límites a las inversiones de las reservas técnicas y patrimonios de riesgo (tiene dos numerales, con 20 literales en total). Estos límites no necesariamente van de la mano de la evolución nacional e internacional de los mercados.

## Anexo 6: Tipos de independencia, las respuestas de la reforma

Tipos de independencia	Objetivos	Mecanismos propuestos
Independencia Política	Lograr independencia de grupos de interés y del gobierno (poder ejecutivo)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Como se nombran y destituyen los miembros del consejo</li> <li>• Período de duración del nombramiento que exceda el del gobierno</li> <li>• Un consejo supone mayor independencia que una sola persona</li> </ul>
Independencia Regulatoria	Lograr que el poder legislativo apruebe leyes menos específicas otorgando mayores facultades para que el regulador emita normas y reglas	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La facultad para comités consultivos ayuda a evaluar la necesidad de cambios normativos a partir de diagnósticos oportunos y certeros de la evolución del mercado</li> <li>• Un consejo supone mayor independencia que una sola persona</li> <li>• Mayor rendición de cuentas</li> </ul>
Independencia Supervisora	Lograr mayor eficiencia y seguridad al debido proceso sancionador	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Crea una Audiencia cuyas decisiones son apelables ante la Corte de Apelaciones</li> <li>• Como se nombran y destituyen los miembros del comité de sanciones</li> <li>• Período de duración del nombramiento que exceda el del gobierno</li> <li>• Un comité supone mayor independencia que una sola persona</li> </ul>
Independencia Presupuestaria	Lograr financiamiento independiente garantice que no haya presiones políticas	<ul style="list-style-type: none"> <li>• No se considera necesario innovar en esta materia.</li> </ul>

*Fuente: Elaboración propia, Matías Larraín (2008).*



## Anexo 7: Comparación Internacional de estructuras de gobierno de reguladores

### Valores

	Órgano rector	Integrantes	Elección	Causales de Remoción	Duración	Accountability	Sanciones	Presupuesto
<b>EEUU</b> <b>SEC</b>	Comisión	5	Presidente de la Nación con acuerdo con el Senado	Por Causales de Inhabilidad Legal.	5 años	Solamente en la parte presupuestaria a la GAO	Juez de Ley Administrativa	Cobro a la industria, pero asignado por el Congreso
<b>Francia</b> <b>AMF</b>	Consejo	16	Presidente: designado por el Presidente de la República. Los demás son designados por: Consejo de Estado, Banco central, Corte Suprema, Senado, etc.	Por Causales de Inhabilidad Legal.	5 años	Preparación de un informe anual al Presidente y al Parlamento Europeo, que se publica en el Diario Oficial de la República Francesa	Comité de Sanciones	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.
<b>España</b> <b>CNMV</b>	Consejo	7	Presidente y Vicepde: Nombrados por el Gobierno, a propuesta del Ministro de Economía. Tres Consejeros nombrados por el Ministro de Economía.	Separación acordada por el Gobierno por incumplimiento grave de obligaciones	4 años , renovables por una sola vez	Solamente en la parte presupuestaria al Gobierno Central	No hay. El mismo consejo.	Cobros a la industria y presupuesto del Estado
<b>Canadá</b> <b>OSC</b>	Comisión	13	Nombrado por el Gobernado Provincial	Sólo por causales éticas o criminales	2 años, renovable por 3 años más y un tercero por hasta 5 años más.	– Declaración Anual de Prioridades. – Encuesta de satisfacción stakeholders. – Comité de Revisión cada 5 años.	No hay. La misma comisión.	Cobro a la industria

	<b>Órgano rector</b>	<b>Integrantes</b>	<b>Elección</b>	<b>Causales de Remoción</b>	<b>Duración</b>	<b>Accountability</b>	<b>Sanciones</b>	<b>Presupuesto</b>
<b>Reino Unido FSA</b>	Directorio	14	Nombrados por el Tesoro directamente sin necesidad de ratificación	Sólo por el Tesoro	Presidente: 5 años  Directores: 3 años	Reporte anual al Parlamento y al Tesoro Reuniones anuales con representantes de los consumidores y de la industria	Junta FSA.	Cobros a la industria
<b>Brasil CVM</b>	Consejo	5	Nombrado por Presidente de Brasil	Renuncia, condena en tránsito judicial o procedimiento administrativo.	5 años, teniendo que ser renovados cada año una quinta parte de los miembros del Consejo.		- CVM  - Consejo de Inspectores	Fondos: - Reservas Monetarias - Asignaciones establecidas en el Presupuesto Federal - Ingresos procedentes de servicios prestados. - Renta de activos e ingresos contingentes - Honorarios

## Seguros

	Órgano rector	Integrantes	Elección	Causales de Remoción	Duración	Accountability	Sanciones	Presupuesto
<b>EEUU</b> <b>National Association of Insurance Commissioners</b> <b>NAIC</b>	Comisión	4	Miembros votantes de la última Reunión Anual Nacional del año calendario. (votación secreta)	Muerte, renuncia, remoción o la elección y calificación de sus sucesores	2 años			El presupuesto es un proceso abierto, sujeto bajo revisión. NAIC puede establecer un gravamen anual, determinado por el Comité Ejecutivo.
<b>Francia</b> <b>Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles</b> <b>ACAM</b>	Órgano Colegiado  Secretaría General	9	Presidente: nombrado por el Presidente de la República. Los demás miembros son nombrados por acuerdo de los Ministros de Economía y Seguridad Social.  Acuerdo de los Ministros de Economía, Seguridad Social y Mutualidad.	Los miembros no pueden ser revocados, a excepción de que se produzca el incumplimiento de algún artículo de la Ley N° 706, de 1977.	5 años, renovable 1 vez, exceptuando al Gobernador de Francia.		Sanciona la misma comisión.	Se establece un presupuesto a propuesta del Secretario General.  Se recibe un pago por impuesto, realizado por las empresas sujetas a revisión. La tasa se encuentra establecida por decreto.
<b>España</b> <b>Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones</b> <b>DGS</b>	Gabinete de Dirección	4	Secretaría de Estado de Economía, adscrita al Ministerio de Economía y Hacienda				Subdirección General de la DGS competente.	

	<b>Órgano rector</b>	<b>Integrantes</b>	<b>Elección</b>	<b>Causales de Remoción</b>	<b>Duración</b>	<b>Accountability</b>	<b>Sanciones</b>	<b>Presupuesto</b>
<b>Canadá</b> <b>Office of the Superintendent of financial Institutions</b> <b>OFSI</b>	Comité	4	-Superintendente: por el Gobernador en Consejo. Gobernador del Banco de Canadá: por el Consejo de Directores del Banco. - Presidente de la Corporación Canadiense de Seguro de Depósito y Viceministro de Hacienda: nombrados por el Ministro de Hacienda.	Ausencia o incapacidad	7 años	Reporte de operaciones realizadas en el año, antes de cada Cámara del Parlamento, por parte del Ministro.	Gobernador en Consejo	Cargo a los fondos del Parlamento.
<b>Reino Unido</b> <b>Financial Services Authority</b> <b>FSA</b>	Directorio	14	Nombrados por el Tesoro directamente sin necesidad de ratificación	Sólo por el Tesoro	Presidente: 5 años  Directores: 3 años	Reporte anual al Parlamento y al Tesoro. Reuniones consumidores e industria.	Junta FSA	Cobros a la industria
<b>Brasil</b> <b>Superintendencia de Seguros Privados</b> <b>SUSEP</b>	Consejo de Administración CNSPI	5	Ministro de Hacienda	Los miembros del Consejo y el Superintendente se remueven por exoneración directa.		Informe de Gestión obligatorio anual de la Administración Pública Federal.	-Consejo Nacional de seguros privados-CNSP  -SUSEP	Tasa trimestral de Fiscalización para seguro, capitalización y previsión privada. Financiamiento adicional vía multas, dotaciones, etc.

## Anexo 8: Proceso sancionador en países de referencia

	SEC- USA	AMF - FRANCIA	CNMV - ESPAÑA
<b>Recursos Ambito Administrativo</b>	Apelación	Todo tipo de alegación debe realizarse en la misma audiencia en que se tramita la causa ante el Comité de Enforcement.	Revisión, Nulidad, potestativo de reposición, extraordinario de revisión (Rec. Hecho) y de Alzada.
<b>Quien puede recurrir</b>	La división de Enforcement y el acusado pueden apelar de la decisión del Tribunal Administrativo. Asimismo, las decisiones de una SRO pueden ser apelada.	Cualquiera de las partes durante la audiencia oral	Cualquier interesado.
<b>Nivel de Apelacion</b>	Ante la propia Comisión	No aparece que exista apelación dentro del ambito del comité de Enforcement.	Si la resolución de la CNMV pone fin al procedimiento, ésta es recurrible ante el Ministerio de Economía y Hacienda.
<b>Posibilidad de derivar la causa administrativa a tribunales civiles o penales</b>	Una vez que la causa se encuentre terminada en la Comisión, ésta puede apelarse ante Cortes Civiles.	El Directorio de la AMF puede en cualquier momento derivar la investigación o una inspección al prosecutor público si una violación legal ha sido identificada	En cualquier momento del procedimiento sancionador en que los órganos competentes estimen que los hechos también puedan ser constitutivos de un ilícito penal, deberán comunicarlo al Ministerio Fiscal. En dicho caso, el proceso se suspende hasta que recaiga decisión judicial.
<b>Recursos Ambito Judicial</b>	Civil Injunctions, reclamación de multas o devolución de ganancias ilícitas y apelaciones.	Apelaciones	Apelación, pero para interponerla, debe necesariamente reclamar en primer lugar en sede administrativa. (art. 120)
<b>Quien puede recurrir</b>	La comisión o el acusado	El acusado y cualquier otra parte interesada.	
<b>Nivel de Apelacion</b>	Cortes Federales	Corte de Apelaciones, excepto para sanciones en que se ven involucradas firmas reguladas o individuos regulados, las que deben ser conocidas por el Conseil d'Etat.	

	OSC - CANADA	FSA - UK	CNBV - MEXICO
<b>Recursos Ambito Administrativo</b>	Revisión de decisiones del Director de la Comisión, de una Bolsa de Valores, de una SRO o de una Clearing House. Recurso de Rectificación, Revocación.	Apelación	Revisión y Queja
<b>Quien puede recurrir</b>	A requerimiento de parte, de la propia comisión o de cualquier persona afectada.	Cualquiera de las partes	El particular afectado
<b>Nivel de Apelacion</b>	Ante la propia comisión, pero formando un panel al efecto.	Ante el Financial Services and Markets Tribunal	Ante la junta de Gobierno de la Comisión, cuando el acto haya sido emitido por ésta o por su presidente; o ante el presidente cuando los actos recurridos hayan sido emitidos por otro funcionario público. En el caso de la Queja se recurre solo ante el Presidente de la Comisión.
<b>Posibilidad de derivar la causa administrativa a tribunales civiles o penales</b>		En cualquier momento del procedimiento investigativo en que se detecte la contravención de una norma sancionada por legislación penal.	
<b>Recursos Ambito Judicial</b>	Apelación	Apelaciones e Injunctions en casos penales.	Recursos Civiles y Penales de Acuerdo a los respectivos Códigos Federales Civiles o Penales
<b>Quien puede recurrir</b>	Cualquier persona o compañía directamente afectada por la decisión final de la Comisión.	El supervisor o cualquier interesado.	En el caso de delitos, sólo se perseguirán a petición de la secretaria, previa opinión de la Comisión, salvo en el caso de los delitos de disposición de los recursos de clientes sin su consentimiento, la sustracción de claves de acceso al sistema de recepción de ordenes y la alteración de cuentas, donde los afectados podrán interponer los recursos correspondientes.
<b>Nivel de Apelacion</b>	Divisional Courts.	Cortes penales en caso de ofensas criminales reguladas en la Criminal justice Act 1993 y contravenciones a las normas de Lavado de Dinero, abuso de Mercado e información privilegiada. Ante Corte de Apelaciones o en Escocia ante la Corte de Sesión en los demás casos	

## **Bibliografía**

- Beck and Levine, (2005) "Legal Institutions and Financial Development", in Handbook of New Institutional Economics, 251-278, Springer
- Harris, L. (2003). "Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners." Oxford University Press.
- Hay, J. R. and A. Shleifer (1998). "Private Enforcement of Public Laws: A Theory of Legal Reform." The American Economic Review 88(2): 398-403.
- IMF (2008). "IMF Country Report No. 08/240." International Monetary Fund (July 2008).
- La Porta Rafael, L.-D.-S. F., Shleifer Andrei (2006). "What Works in Securities Laws?" The Journal of Finance 61(1): 1-32.
- Larrain, M (2008), "Financial Regulators. Toward Independent Regulatory Agency Model", Manuscript Duke Law School.
- Puri, P. (2005). "Enforcement Effectiveness in the Canadian Capital Markets." Commissioned by the Capital Markets Institute June 2005.
- Quintyn, M. M. T. (2004). "¿Deben ser independientes los reguladores del sector financiero?" Temas de economía. Fondo Monetario Internacional. 32.