

## LA COMISIÓN PARA EL MERCADO FINANCIERO Y EL “MODELO INTEGRADO”: ANÁLISIS CRÍTICO A LA LUZ DE LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL

VICENTE ANTÚNEZ VERGARA<sup>1</sup>

El impacto de la crisis financiera que tuvo lugar entre los años 2007 y 2009, cuya raíz está en la explosión de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos y los denominados préstamos *subprime*, viéndose luego profundizada por la ya conocida caída de Lehman Brothers Holding Inc. en septiembre de 2008, dejó en evidencia la fragilidad de los sistemas financieros y las deficiencias de los sistemas de supervisión y regulación de las entidades financieras. Dicha crisis, la peor desde la Gran Depresión de 1929, no solo implicó daños materiales reflejados en la pérdida de varios trillones de dólares a nivel mundial, sino que también daños inmateriales<sup>2</sup>, siendo estos los costos sociales y políticos desencadenados por una pérdida de confianza en el sistema económico y financiero, en los bancos, en el intercambio de valores, en el mercado y en sus intervinientes, que alcanzó tintes globales.

Por su lado, la internacionalización de los mercados y la aparición de los denominados conglomerados financieros ha redundado en un desdibujamiento de las fronteras entre los sectores tradicionales –banca, seguros, administración de fondos y valores–, generando la necesidad de adoptar nuevos modelos de regulación y supervisión financiera que permitan dar cumplimiento a los objetivos de política pública, a saber: la solvencia de las instituciones financieras; la integridad y eficiencia de los mercados financieros; la protección de los consumidores e inversionistas; y la mitigación del riesgo sistémico.

---

<sup>1</sup> Estudiante de cuarto año de Derecho en la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso, ayudante del Departamento de Derecho de la Empresa de la misma Casa de Estudios y Director de Investigación del Centro de Estudios Ius Novum. Actualmente de intercambio en la Universidad de Heidelberg, Alemania (Semestre de invierno 2017/2018). E-mail: vicenteantunezv@gmail.com.

<sup>2</sup> DERLEDER, Peter; KNOPS, Kai-Oliver; BAMBERGER, Heinz Georg, *Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht*, Tomo I, 3a. Edición, Editorial Springer, Berlín, 2017, p. 6; El nivel de desconfianza fue tal que no solamente afectó la imagen y relación de los participantes del mercado financiero frente a los consumidores, sino que incluso entre aquellos mismos participantes: en efecto, los bancos comerciales se volvieron más reacios a realizarse préstamos entre ellos mismos, como siempre se había hecho, ya que no estaban dispuestos a, ni podían, asumir el riesgo de una eventual quiebra de la contraparte. Para conservar su propia liquidez, los bancos comerciales prefirieron guardarse su dinero o asegurarlo vía depósito en los respectivos bancos centrales, en vez de ponerlos en movimiento y arriesgar así su propia capacidad de pago: WENDT, Karen (coord.), *Corporate Social Responsibility und Investment Banking: Investment und Banking zwischen Krise und positive Impact*, Editorial Springer, Heidelberg, 2016, pp. 4 y ss.

Por supuesto que Chile no ha estado ajeno a las problemáticas anteriores. En efecto, dada la creciente sofisticación de las entidades e instrumentos financieros, la alta presencia de compañías extranjeras y de conglomerados, la búsqueda de nuevos mecanismos tendientes a manejar los riesgos que puedan afectar a todo el sistema financiero se ha vuelto ineludible. Es a esto, justamente, que responde la Ley N° 21.000, que crea la Comisión para el Mercado Financiero (CMF).

La justificación para la supervisión del sistema financiero se ha basado, tradicionalmente, en la existencia de fallas de mercado y en la asimetría existente entre oferentes y demandantes del mercado<sup>3</sup>. Así, para poder controlar dichas fallas y garantizar la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, se requiere de un esquema que permita llevar a cabo una regulación y supervisión basada en objetivos y responsabilidades claras y definidas. En este sentido, los objetivos que persiguen la regulación y supervisión financiera son múltiples, englobando la salvaguarda de la estabilidad financiera (velando, por ejemplo, por la solvencia de las instituciones financieras, resguardando la integridad y eficiencia de los mercados financieros y garantizando una mitigación del riesgo sistémico), y la protección de consumidores e inversionistas.

Dentro de los modelos guías en esta materia se encuentran: 1) el denominado modelo institucional, sectorial o vertical; 2) el modelo funcional u horizontal; 3) el modelo integrado; y 4) el modelo de regulación por objetivos o de *twin peaks*. Por el objeto de este trabajo nos limitaremos a revisar solo el primero de ellos en relación con el tercero.

Conforme al primero de ellos, lo determinante para efectos de delimitar la competencia de los entes encargados de la supervisión y regulación de los mercados financieros es el estatus legal de las instituciones<sup>4</sup>. Este modelo, que puede considerarse tradicional y que es el vigente en Chile, responde bien a una estructura de mercado en que los distintos tipos de entidades desempeñan primordialmente su actividad en un solo sector. Sin embargo, si consideramos que es creciente el fenómeno de entidades financieras realizando, de manera complementaria, actividades ajenas su actividad tradicional, resulta que la principal limitación de este modelo es la incapacidad de responder adecuadamente a la transformación que han sufrido los mercados financieros, determinada por la evolución de las entidades hacia conglomerados<sup>5</sup> que difuminan la distinción entre sectores. En

---

<sup>3</sup> ESTRADA, Dairo; GUTIERREZ, Javier, *Supervisión y regulación del sistema financiero: modelos, implicaciones y alcances*, Perfil de Coyuntura Económica N° 13, Universidad de Antioquía, Medellín, 2009, p. 60

<sup>4</sup> LARRAÍN, Álvaro; MELLA, Rodrigo, *Derecho bancario*, Legal Publishing Chile, Santiago, 2016, p. 63

<sup>5</sup> Los conglomerados financieros pueden definirse como cualquier grupo de empresas bajo un control común, cuyas actividades exclusivas o predominantes consisten en proveer servicios significativos en al menos dos sectores financieros diferentes (banca, seguros, valores), TRIPARTITE GROUP, *The supervision of financial conglomerates*, Bank for International Settlements, 1995, p. 13

cambio, el modelo “integrado”<sup>6</sup> se caracteriza porque la regulación y supervisión del sistema en su conjunto se encuentra entregado a una agencia u órgano único, encargado de las funciones prudenciales y de control de conducta de mercado. Este modelo es más bien reconocido por su implementación en el Reino Unido (1997) y la creación del regulador unificado *Financial Services Authority* (FSA), que luego pasó a ser reemplazado por dos entidades distintas como consecuencia de la transición desde un modelo integrado a uno de *twin peaks*: la *Financial Conduct Authority* (FCA) y la *Prudential Regulation Authority* (PRA).

Así las cosas, la actual Ley N 21.000 viene a generar el necesario paso desde un modelo de regulación y supervisión financiera de carácter sectorial a uno integrado. Las ventajas de este nuevo modelo son variadas, en cuanto reconoce la creciente presencia de entidades en distintos ámbitos de la actividad financiera y la presencia de los grandes conglomerados financieros; aprovecha las sinergias en la supervisión de distintos tipos de entidades y previene posibles conflictos de competencia al separar la política monetaria – que sigue en manos del BCCh- de la supervisión financiera; la eficiencia que genera en términos de gestión (evita el solapamiento regulatorio) y costos (al llevar a cabo una regulación simultánea y conjunta de distintos mercados) generando importantes economías de escala y alcance; y elimina el arbitraje regulatorio estableciendo un terreno de juego uniforme para los distintos agentes de mercado al permitir la unificación de normas y prácticas regulatorias.

No obstante ello, la experiencia internacional nos indica que en la práctica no siempre se alcanzan estos objetivos que, planteados teóricamente, resultan atractivos. En el Reino Unido, por ejemplo, este modelo falló porque en su ejecución se privilegió uno de los principales objetivos de la supervisión financiera (la conducta de mercado y protección al consumidor) en desmedro del otro<sup>7</sup> (supervisión prudencial, que en tiempos de normalidad se tradujo en una simple inspección que no evaluó ni los modelos de negocios ni los riesgos sistémicos de las instituciones supervisadas, según sostuvo la Comisión Cameral de Hacienda británica en un informe emitido a propósito del caso Banco Northern Rock<sup>8</sup>). Aquello desencadenó, entre otros, que el banco Northern Rock cayera en insolvencia debido a una notable reducción global en la demanda de hipotecas securitizadas, que obligó al Banco de Inglaterra a inyectarle liquidez. Esta fue la principal causa de la corrida bancaria que se generó en contra de dicho banco, que a su vez determinó la reconfiguración del sistema de supervisión a uno de tipo *twin peaks*, vigente actualmente

---

<sup>6</sup> Este modelo nace en Singapur (1984) y se extendió a Noruega (1986), Dinamarca (1988) y Suecia (1991) como respuesta a la necesidad de abordar el surgimiento de los conglomerados financieros, de mejorar la capacidad de supervisión y crear sinergias y economías de escala en circunstancias que su sector financiero era comparativamente más pequeño. TAYLOR, Michael; FLEMING, Alex, *Integrated financial supervision: Lessons of Scandinavian experience*, Finance and Development Magazine, V. 36, N°4, 1999, pp. 42-43

<sup>7</sup> COMISIÓN DE REFORMA A LA REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN FINANCIERA, *Informe final*, 2010, p. 54

<sup>8</sup> TREASURY COMMITTEE, *The Run on the Rocks*, 5<sup>th</sup> Report of Session, V.I, House of Commons, 2008, pp. 23, 35

según ya se mencionó. Cabe apuntar que el riesgo que denota privilegiar un objetivo por otro no se ve especialmente salvaguardado en el texto de la Ley N° 21.000.

Otras de las desventajas, que tampoco se ven especialmente salvaguardadas en el texto final de Ley en comento, dice relación con la crítica clásica a este modelo de supervisión, en el sentido que la integración que éste plantea es más bien teórica, pues en la práctica, dentro del mismo organismo terminan formándose unidades sectoriales que funcionan casi bajo la misma lógica que aquellas regidas bajo el modelo por silos transformando la transición de un modelo a otro en una de tipo meramente formal. En efecto, el artículo 18 de la Ley confiere al Presidente del Consejo de la Comisión la facultad para “determinar, mediante resolución, las funciones que correspondan a las distintas unidades para el ejercicio de las atribuciones y responsabilidades asignadas a la Comisión”. Ello, sumado al hecho que la única unidad propiamente tal creada por la ley es solo una (Unidad de Investigación, dado que se desprende de las disposiciones de dicha Ley que el Comité de Autorregulación sería más bien un ente independiente a la CMF), y que las facultades de dicha Unidad, por su naturaleza, están estrictamente reguladas, no queda sino concluir que dicha disposición lo que hace en definitiva es conferirle al órgano indicado la facultad ilimitada para crear más unidades que tiendan a la consecución de los fines de la Comisión. En otras palabras, no hay resguardo alguno frente al riesgo de que este modelo derive, en la práctica, en una nueva modalidad del tipo sectorial tal como ha ocurrido en otros sistemas.

Se hubiera deseado a este respecto que la estructura interna de la Comisión, al menos en sus aspectos esenciales en relación a los mercados comprendidos, hubiera venido determinada por la misma ley de manera que se garantizara un trabajo verdaderamente coordinado e integral, y que solo los aspectos secundarios o de gestión hubieren quedado comprendidos bajo la competencia exclusiva de la Comisión amén del necesario dinamismo requerido en la regulación y supervisión del mercado financiero. Con el texto actual se deja abierta la posibilidad, por ejemplo, de que dentro de la comisión se creen unidades particulares para cada uno de los mercados sin siquiera garantizarse un trabajo coordinado, lo que implicaría lisa y llanamente una continuación del sistema que se busca reemplazar.

Por otro lado, considerando las disposiciones que regulan la designación de los miembros del Consejo (arts. 9 y siguientes), queda en evidencia un problema central relativo al gobierno corporativo de las superintendencias en materia de independencia: este Consejo estará compuesto por 5 miembros, uno de los cuales será designado exclusivamente por el Presidente de la República, y que investirá el cargo de Presidente de dicho Consejo. Si a ello le sumamos las tremendas facultades conferidas al Presidente en comparación al resto de los miembros del órgano directivo, y el hecho de que los ingresos de la CMF ya no estarían constituidos parcialmente por aportes de los entes fiscalizados,

sino que principalmente del resultado de la Ley de Presupuesto (art. 6), vemos que la independencia del ente supervisor se ve seriamente amenazada desde múltiples flancos.

La Ley N° 21.000 entra en vigencia el 16 de enero de 2018, que es para cuando está previsto el inicio de funciones de la Comisión, constituyéndose por ahora en sucesora legal de la SVS. Mientras tanto, sigue su hito en el Congreso – a iniciativa del Ejecutivo en cumplimiento del artículo segundo transitorio de la Ley N° 21.000- el Proyecto de Ley que viene a modificar la Ley General de Bancos (boletín N° 11269-05) a objeto de, entre otros, “ensamblar” a la SBIF en la estructura orgánica de la CMF. Ello implicará que todas las instituciones fiscalizadas por la SBIF (tales como bancos, emisores y operadores de tarjetas de crédito o de pago con provisión de fondos) quedarán sujetas a la supervisión de la CMF, agregando el interés de los depositantes dentro de los objetivos por los que deberá velar esta nueva institución.

Asimismo, la totalidad de las facultades actualmente reconocidas a la SBIF pasarán, naturalmente, a la Comisión, con excepción de aquellas que por su especificidad se refieran y apliquen exclusivamente a los bancos e instituciones financieras. A la vez, se le confieren a la CMF las facultades para calificar a un banco o grupo de bancos como de “riesgo sistémico”, previo acuerdo favorable del Consejo del Banco Central (propuesta de art. 35 ter del Proyecto), recogiendo esta suerte de principio que se desarrolló fuertemente post crisis 2008 denominado “*too big to fail*”<sup>9</sup>. Así las cosas, este proyecto viene a cerrar el ciclo de configuración interna de la CMF en circunstancias que, al menos por ahora y por expresa disposición legal (art. 3° inciso final de la Ley), esta Comisión solo viene a reemplazar a la SVS y a la SBIF, excluyéndose, entre otros, la Superintendencia de Pensiones (SP), respecto de la cual solo operará la obligación derivada del principio de coordinación a que se refiere dicho artículo<sup>10</sup>.

---

<sup>9</sup> El término, sin embargo, no es nuevo. En efecto, se conoce de su uso en los Estados Unidos a partir del año 1984. En la actualidad se manejan también otras fórmulas: *too complex to fail*, *too interconnected to fail*, *too systemic to fail*, entre otros. Todas ellas hacen referencia al mismo problema relacionado con el saneamiento y la liquidación de las instituciones financieras, a saber: la exclusión o eliminación del mercado, conforme al mecanismo usual, de una institución financiera que reúna ciertas condiciones de tamaño y relevancia no resultaría nada fácil y en ciertos casos se tornaría derechamente imposible, en circunstancias que su caída generaría consecuencias incalculables para la economía en su conjunto, y el costo de dicha caída excedería notablemente los costos de rescate. Ver SCHIPKE, Verena, *Die Weiterentwicklung des Bankeninsolvenzrechts durch das Gesetz zur Reorganisation von Kreditinstituten: Eine Untersuchung unter besonderer Berücksichtigung des Schweizer Rechts*, Editorial Springer, Heidelberg, 2015, p. 8. Y si bien el asunto de riesgo sistémico ha adquirido en la actualidad una especial relevancia dada la sofisticación del mercado y la interconexión entre sus intervinientes, no se trata de un fenómeno nuevo. De hecho, Valdez/Molyneux afirman que su frecuencia es mayor a la pensada. Así, por ejemplo, y según el estudio citado, en un período comprendido entre 1970-2007, se registraron un total de 124 crisis que involucraban a bancos de importancia sistémica, en un total de 101 países, destacando por su reincidencia países tales como Argentina (4 crisis), México (2), y los Estados Unidos de Norteamérica (2). Ver VALDEZ, Stephen; MOLYNEUX, Philip, *An introduction to global financial markets*, 8va. Edición, Londres, 2016, pp. 120-121.

<sup>10</sup> A este respecto, resulta interesante la anotación que hace el profesor Cordero Vega en cuanto a que la inobservancia del principio de coordinación que la misma Ley 21.000 consagra mediante la creación del

La Ley N° 21.000 instauration abiertamente la reconfiguración del sistema de regulación y supervisión financiera en nuestro país, implementando un modelo integrado amén de las recomendaciones que distintos organismos internacionales y nacionales han hecho en este sentido. Si bien la intención es loable y la idea, abstractamente considerada, razonable, es necesario tener en consideración la experiencia internacional en la materia, previendo y previniendo hechos que pudieran desencadenar distorsiones financieras que en definitiva resulten contraproducentes en relación a los principales objetivos de supervisión buscados, a saber, la regulación prudencial y la integridad de los mercados. Así las cosas, la Ley si bien buena en su base, presenta algunas falencias relevantes que no podrían pasar desapercibidas, al no considerar aspectos esenciales del cambio de modelo propuesto. Creemos que la discusión que se está dando en el Congreso a propósito del proyecto de ley que modifica la LGB genera la instancia propicia para esclarecer estos espacios nebulosos dejados por la Ley N° 21.000, dentro de los cuales se encuentran la orgánica con la que en definitiva contará esta nueva Comisión.

---

nuevo artículo 37 bis en la Ley N° 19.880 tendría por consecuencia una eventual afectación de la validez del acto administrativo de que se trate por “falta de motivación”, pues su información sería parcial y, en consecuencia, la decisión adolecería de nulidad. Ello porque “la consulta a otro organismo público no vincula a la decisión de quien la hace, pero es condición esencial de validez para completar la motivación del acto administrativo”. CORDERO VEGA, Luis, *De lo sectorial a la integración: las consultas obligatorias entre organismos públicos como estándar de control*, El Mercurio Legal, 27 de marzo de 2017.