



La regulación financiera post crisis internacional

Guillermo Larrain

Superintendente de Valores y Seguros
Presidente, IOSCO Emerging Markets Committee

Seminario “Regulación del mercado financiero post crisis”

Universidad Santo Tomás

Santiago, 18 de agosto, 2009



Resumen ejecutivo

- El mercado financiero mundial requiere evolucionar hacia más principios vs reglas
- La crisis es un masivo problema de “gobernanza”
- La crisis muestra nuevas facetas del sistema económico:
 - Limitaciones de hipótesis de mercados eficientes
 - Disclosure no basta
 - Nueva regulación en ciernes
- Mejorar gobernanza requiere nueva institucionalidad
 - Limitaciones de estos procesos en Estados Unidos / UE
 - Perspectivas para Chile



Telón de fondo: la regulación debe evolucionar hacia principios

Contexto internacional:

- En 1999 se abole la Glass-Steagall act que segregaba las actividades de banca comercial y banca de inversión
- En los últimos 20 años se ha desarrollado en Europa la banca-seguros
- En los 20 años se han desarrollado segmentos de mercado con baja regulación (hedge funds) y que no tienen responsabilidad directa en la crisis (quizá en su profundidad)
- La innovación financiera se ha dinamizado (pricing de opciones, securitización,...)

Cómo pueden los reguladores enfrentar estos desafíos

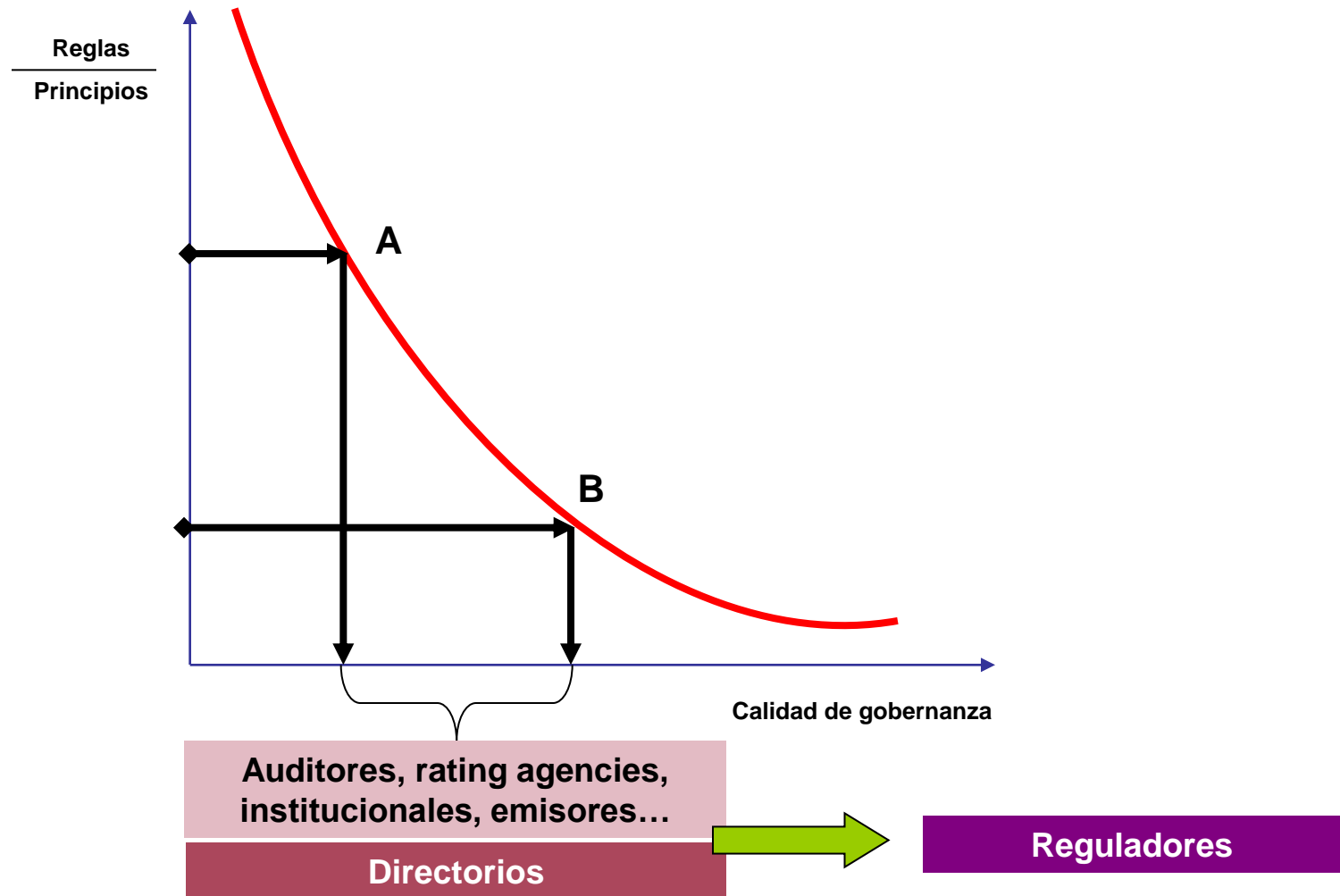
- un sistema de reglas difícilmente puede seguir el ritmo
- hemos tenido que reposar en formas alternativas de control

Bancos: Basilea 2

Seguros: Solvencia 2

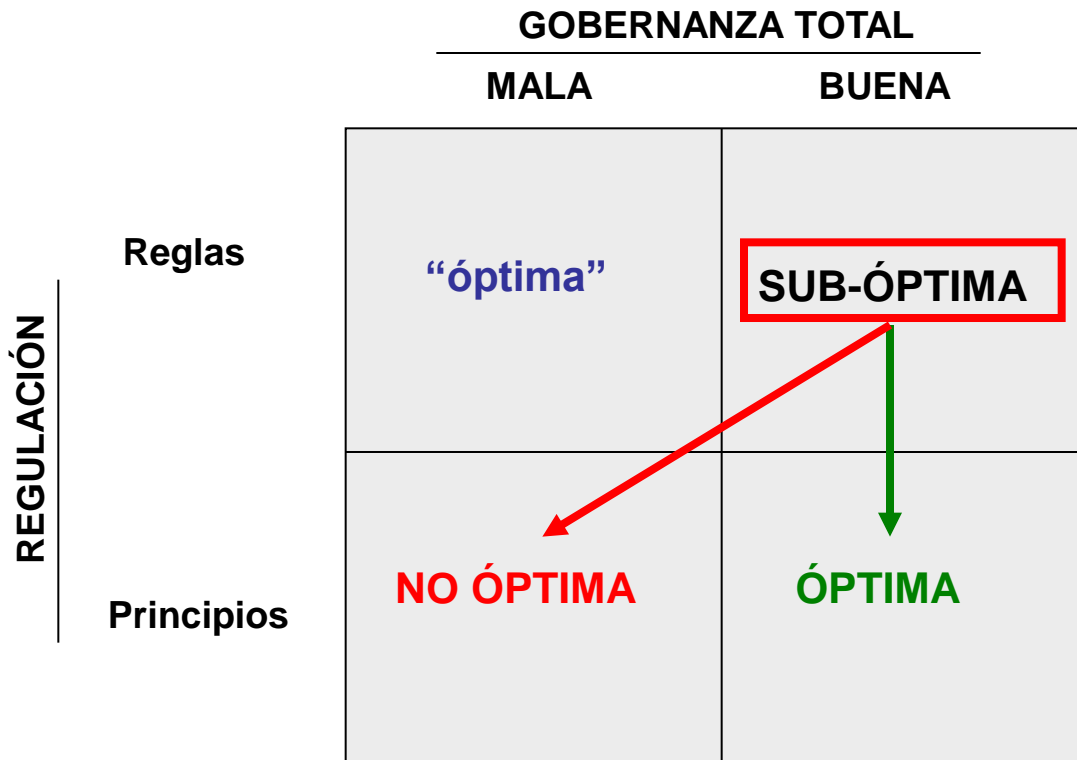


Regulación financiera y gobernanza





Sin mejorar la gobernanza (directorios), avanzar a principio puede ser mala idea





¿Por qué tenemos que ser prudentes al avanzar hacia principios?

- La crisis ha demostrado dos problemas de “naturaleza”:
 - Naturaleza del “homo oeconomicus”: el [argumento de racionalidad](#) enfrenta límites y la mayoría del pensamiento regulatorio se basa en este. Nuevas conclusiones en finanzas del comportamiento
 - Gobierno corporativo: autocontrol
 - Inversionistas calificados: racionalidad limitada
 - Naturaleza del proceso regulatorio: regulación no es el puro resultado de un *fonctionnaire con buenas intenciones*. Necesidad de considerar el impacto de políticos, intereses industriales, otros accionistas, lobbistas:
 - Autonomía del supervisor o de organizaciones internacionales
 - Responsabilidad
- Conflictos de interés irresueltos (desde Enron) disminuyen efectividad de gobernanza
 - Auditores: auditoría vis-à-vis sistema tributario, asesoría legal y otros servicios
 - Agencias Clasificadoras: dependencia financiera por pago de emisores



Fracasos de gobernanza, Administración de Riesgos y Esquemas de Compensación

- En general, los asuntos de *gobiernos corporativos* han tomado importancia en compañías con estructura de propiedad dispersa, en las que precisamente había:
 - Mal administración de riesgos
 - Esquemas de compensación excesivos y mal-diseñados
- El **problema principal-agente** está vivo. Medidas que previamente han sido consideradas eficientes para enfrentar esto, se han demostrado al menos insuficientes.
- Una cobertura natural contra el problema P-A es una **mayor concentración de propiedad**. Ahí, el problema de gobierno corporativo es evitar la expropiación de los accionistas minoritarios. Este modelo, sin embargo, no puede prevenir que el propietario se vuelva loco y que tome riesgos excesivos.
- Me enfocaré en dos soluciones propuestas para resolver el problema P-A:
 - Directores independientes
 - Inversionistas institucionales



Fracasos de gobernanza, Administración de Riesgos y Esquemas de Compensación

- Inversionistas institucionales (inversionistas calificados)
 - IC son actual o potencialmente Principales ya que son o pueden ser accionistas.
 - La Regulación normalmente asume que los IC tienen menores asimetrías de información: manejan mayor información, son más calificados, es decir, son “racionales”. Ellos pueden usar “derechos políticos” para elegir directores independientes.
 - Si fuera así, podrían preveer lo que hacen los *agentes* y, por lo tanto, votar con los pies: ellos venderían si percibieran que el *agente*
 - (a) administra mal los riesgos y
 - (b) es demasiado generoso o irracional en las indemnizaciones
 - (c) muchos otros abusos
 - Entonces: Los precios de las acciones deben reflejar el valor de gobiernos corporativos
 - ¿Por qué esto no ocurre? ¿Que se puede hacer al respecto?



Derechos de Control y racionalidad

El desafío del regulador consiste en la identificación de los sesgos psicológicos inducidos por esta heurística.

HEURÍSTICA PSICOLÓGICA	EFECTO	DECISIÓN REGULATORIA
Exceso de confianza, optimismo en la representatividad y anclaje	Evaluación miope de la probabilidad de perder el prestigio o ser sorprendido incurriendo en malas prácticas de gobernanza. Subestimación de riesgo y medición de riesgo Mal gobierno corporativo que funcionó en el pasado, puede todavía funcionar en el futuro.	Divulgación de información. Reglas son más efectivas que los principios.
Servilismo excesivo	Mal gobierno corporativo apoyado por el propio personal del Gerente General y tal vez también por los directores.	Enforcement.



Fracasos de Gobierno, Administración de Riesgos y Sistemas de indemnización

- Directores Independientes
- Un director independiente debería estar libre de cualquier conflicto de interés –que afecte su libertad de juzgar- y que ponga en juego el interés de los accionistas y de los interesados en la compañía
- Requerimientos mínimos para “buenos” directores independientes
 - Adecuada Competencia-Calificaciones. Conocimiento, Juicio, Experiencia?
 - Que dediquen suficiente tiempo a sus labores. Limitación al número de directores?
 - » Nuevo Enfoque de la Regulación



Fracasos de Gobierno, Administración de Riesgos y Sistemas de indemnización

- Responsabilidades de los directores independientes
 - Prepararse a fondo para las reuniones.
 - Buscar información de manera continua a fin de entender la última evolución de la compañía.
 - Si es necesario, obtener fuera de la compañía el consejo de expertos.
- Tareas Específicas: Participación en comites de riesgo y auditoría
 - Vigilar la exactitud y divulgación de los estados financieros de la compañía.
 - Revisar la suficiencia de los sistemas internos de control.
 - Supervisión de los modelos internos y el comportamiento en la asunción de riesgos.
 - Evaluación del rendimiento de la alta dirección y de los mecanismos de indemnización.



- Qué pueden hacer los Reguladores?
 - Establecer un mejor marco legal para:
 - Directores independientes
 - Inversionistas Calificados
 - Enforcement de los códigos de gobierno corporativo.
 - Divulgación de los votos de los directores independientes
 - Manual obligatorio de buenas prácticas de gobierno corporativo.
 - Revisión de buenas prácticas entre pares
 - Taller “ciego” de directores independientes (e.g. estudio de casos, buenas prácticas)
 - Eventos de rendición de cuentas “ciego” para inversionistas institucionales

Fuente para esta sección
disponible en

[http://www.svs.cl/sitio/publicaciones/
publicaciones.php](http://www.svs.cl/sitio/publicaciones/publicaciones.php)

Publicado en Noviembre 2008





Buena evaluación del pasado... el problema es el futuro

- **Desde 1925**, las Superintendencias financieras han estado marcados por un alto perfil técnico y reconocido prestigio nacional e internacional.
- Sin embargo,
 - los mercados son cada vez más **dinámicos** e **interrelacionados**, entre sí al interior del país y respecto de mercados internacionales
 - la **identificación de los riesgos** sistémicos se hace más difícil y necesaria
 - los productos financieros son crecientemente **complejos** y evolucionan rápidamente
 - el **acceso a productos** financieros por parte de inversionistas y asegurados menos informados es cada vez más masivo.

Estos desafíos requieren de una **modernización y fortalecimiento del sistema de supervisión financiera**



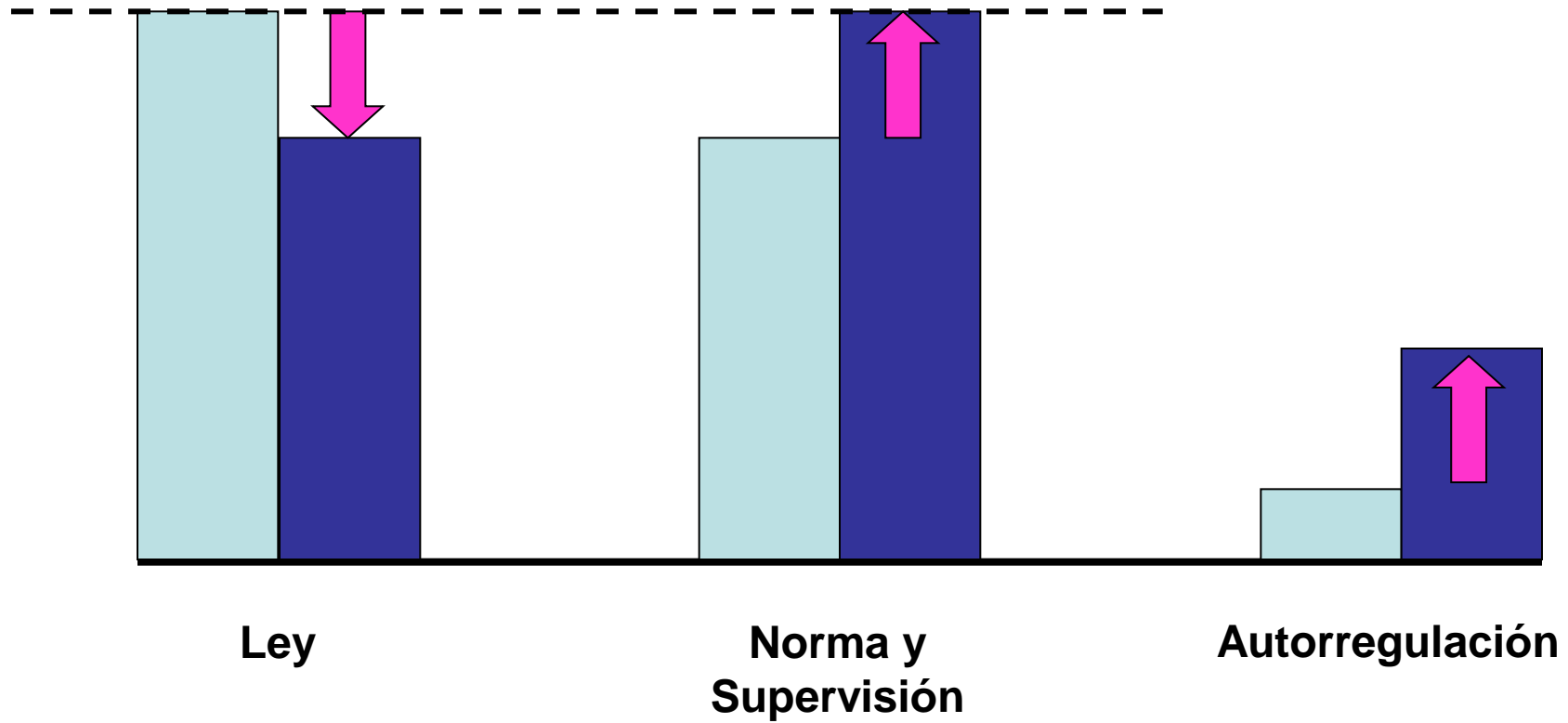
La regulación financiera se diseña, desarrolla y ejecuta en tres niveles

Nivel	Actor
Ley	Ministerio de Hacienda, Congreso
Norma y supervisión	Superintendencias
Autorregulación	Comités, Asociaciones Gremiales

Todo este SISTEMA puede mejorar sustancialmente y a un costo razonable

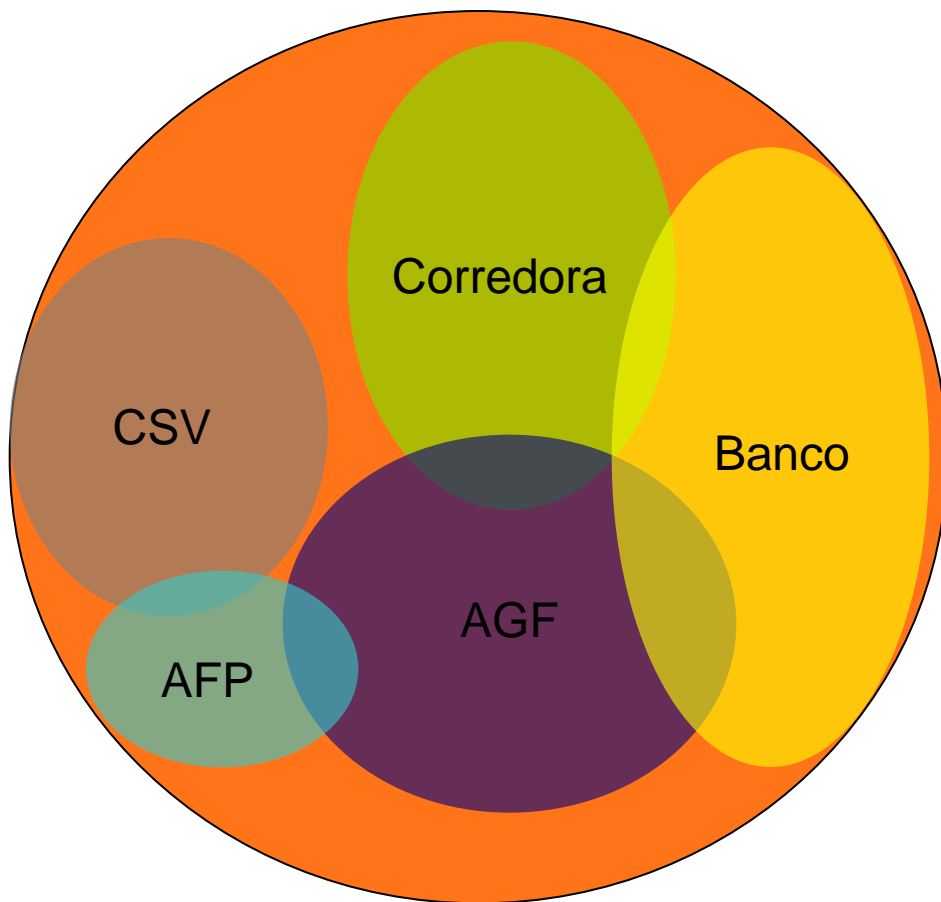


Problema uno: una densa legislación, poca autorregulación

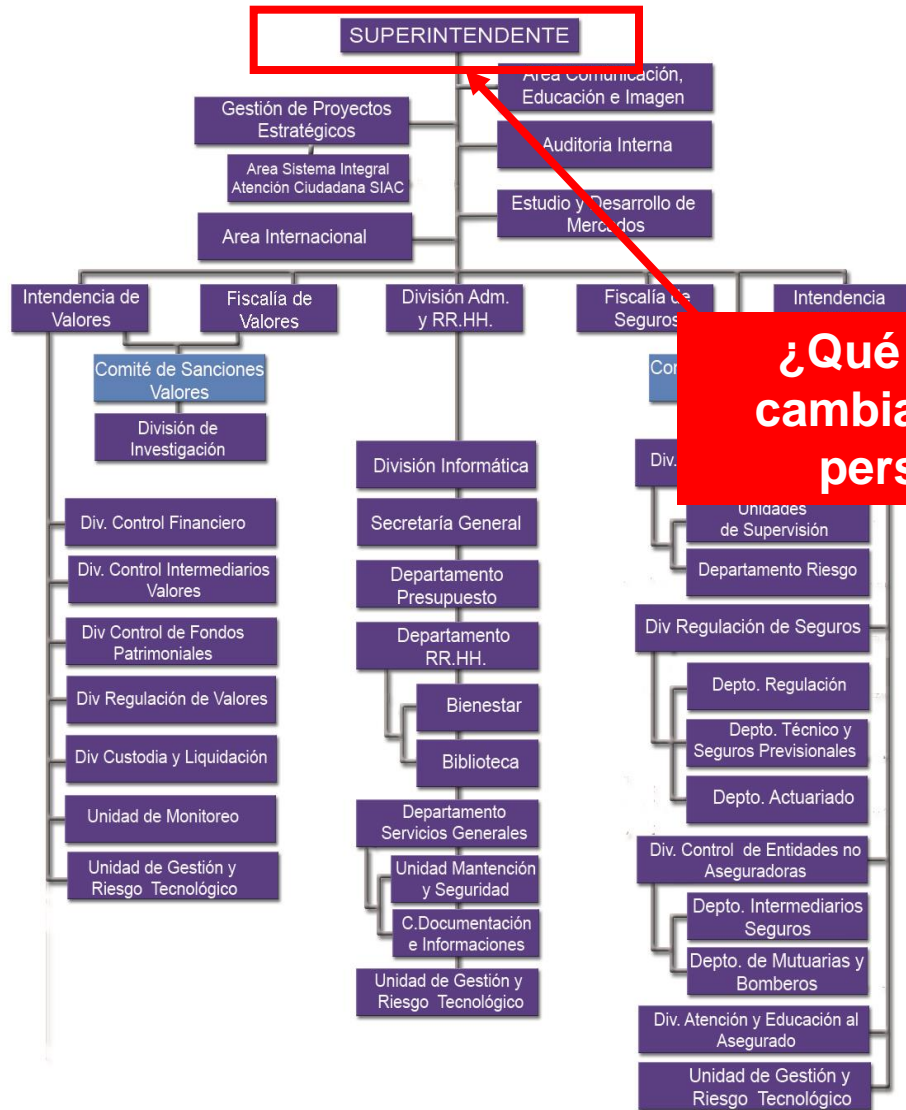




Problema dos: La realidad de los conglomerados



- Arbitraje regulatorio
- Terreno de juego no necesariamente nivelado
- Dificultad para supervisar actividades nacientes con impacto sistémico



¿Qué pasa si cambian a esta persona?





Una renovada supervisión financiera debe abocarse a...

1. Perímetro de la regulación
desde un enfoque de silo a un enfoque funcional
2. Gobierno corporativo de los entes reguladores
 - de un gobierno unipersonal a uno colegiado
 - independencia con representatividad política
3. Un nuevo proceso sancionador
separar función investigadora de la sancionadora
4. Nueva estructura autorreguladora y dinamismo bursátil
una nueva bolsa y nuevo enfoque de autorregulación

Fuente para esta sección
disponible en

[http://www.svs.cl/sitio/publicaciones/
publicaciones.php](http://www.svs.cl/sitio/publicaciones/publicaciones.php)

Publicado en Abril 2009



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

EL RETO DE MODERNIZAR
EL MERCADO BURSÁTIL:
CINCO PRINCIPIOS



Cinco desafíos para desarrollar el mercado bursátil

1. Un mercado unificado más eficiente

2. Un mercado abierto, dinámico y competitivo

5. Un mercado con altos estándares de gobierno corporativo

3. Un mercado seguro

4. Un mercado con un nuevo esquema de autorregulación



La regulación financiera post crisis internacional

Guillermo Larrain

Superintendente de Valores y Seguros
Presidente, IOSCO Emerging Markets Committee

Seminario “Regulación del mercado financiero post crisis”

Universidad Santo Tomás

Santiago, 18 de agosto, 2009