

Riesgos Sistémicos del Mercado Chileno de Corredoras

Diagnóstico y Propuestas

Jorge Tarziján y Salvador Zurita

01/08/2009

Actualizado, 04/09/2009

En el presente informe presentamos una exploración de los principales riesgos de las corredoras, y hacemos propuestas sobre mecanismos de mitigación de los mismos. Los autores agradecen las conversaciones sostenidas con agentes del mercado, y la valiosa colaboración de Cristián Ross.

CONTENIDOS

1.	Introducción	3
2.	La regulación actual de las corredoras en el mercado chileno	4
2.1	Riesgo de contraparte	4
2.1.1.	Mitigación del riesgo de contraparte: Garantías para operaciones a futuro.....	5
2.1.2.	Operaciones a plazo y simultáneas	5
2.1.3.	Venta corta.....	8
2.1.4.	Préstamo de acciones	9
2.1.5.	Riesgo de contraparte en las corredoras chilenas: evaluación	10
2.2	Riesgo de solvencia	12
2.2.1	Razón de cobertura patrimonial.	13
2.2.2	Razón de endeudamiento.	16
2.2.3	Riesgos de solvencia: evaluación	17
2.3	Riesgos de liquidez	18
2.3.1	Indicador de liquidez general	18
2.3.2	Indicador por intermediación	18
2.3.3	Indicador de liquidez: Evaluación.....	19
2.4	ADDENDUM.....	20
2.5	Referencias.....	24
3	Propuestas de mitigación de los riesgos identificados.	25
3.1.	Riesgos de contraparte	25
3.1.1	Custodia.....	25
3.1.2	Mercado de préstamo de valores	28
3.1.3	Remates grandes.....	29

3.2.	Riesgo de solvencia	31
3.2.1.	Sociedades relacionadas no reguladas.....	31
3.2.2.	Exigencia de capital relacionada al riesgo del negocio	34
3.3.	Organización y procedimientos internos de las corredoras	36
3.4.	Información y fiscalización	39
3.4.1.	Una entidad fiscalizadora filial de la bolsa (pero separada de ella).....	39
3.4.2.	Clasificación de riesgo de las corredoras	44
3.4.3.	Alertas tempranas.....	46
3.4.4.	Aumento de castigos por fraudes	46
4.	Resumen ejecutivo y conclusiones	47
5.	Comparación entre el presente estudio y los “Cinco Principios” de la SVS.....	48
5.1.	Introducción	48
5.2.	Principio 1: Un mercado unificado más eficiente	48
5.3.	Principio 2: Un mercado abierto, dinámico y competitivo	49
5.4.	Principio 3: Un mercado seguro.....	50
5.5.	Principio 4: Un mercado con un nuevo esquema de autorregulación.....	50
5.6.	Principio 5: Un mercado de altos estándares de gobierno corporativo.	56
6.	ANEXOS	57
	Anexo 1: Instituciones de Auto regulación en EEUU	58
	Anexo 3: Regulación británica en materia de riesgo de corredoras.....	92
	Anexo 4: Regulación estadounidense en materia de riesgo de corredoras	94
	Anexo 5: El Auto-regulador del mercado de Valores de Colombia y la SVS	107

1. Introducción

El propósito de este estudio es determinar las áreas en que convenga introducir modificaciones al funcionamiento del mercado bursátil chileno por la vía de la auto-regulación. Para ello, revisamos los riesgos de liquidez, solvencia y contraparte que enfrentan las corredoras, y hacemos propuestas tendientes a mitigar riesgos que en nuestra opinión están insuficientemente resguardados.

En la elaboración del diagnóstico y en la preparación de las propuestas se revisó la normativa existente en Chile, algunos de los casos más importantes que el Comité de Auto-regulación ha enfrentado y se realizaron cerca de 10 entrevistas a agentes del mercado. Además, se estudió la evidencia internacional para determinar mejores prácticas en regulación, específicamente los casos de España, Estados Unidos y el Reino Unido.

El ámbito de este estudio se refiere a propuestas concretas y específicas sobre cómo mejorar los riesgos mal resguardados en el sistema bursátil chileno, pero la implementación de las propuestas está fuera de su alcance. Asimismo, no es materia de este trabajo explorar los conflictos de interés entre un corredor y sus clientes.

Nuestro diagnóstico es que hay dos temas relacionados al riesgo de contraparte (relacionados entre sí) que surgen como importantes: la custodia de terceros y el desarrollo de un mercado de préstamo de valores. Asimismo, dos temas relacionados al riesgo de solvencia: el de las sociedades relacionadas no reguladas y el de exigencias de patrimonio no relacionadas con el riesgo de las operaciones. Finalmente, hay un tema que afecta transversalmente todas las dimensiones de riesgo, y que tiene que ver con los procedimientos y la organización interna de las corredoras. Además de proposiciones específicas para mejor resguardar estos riesgos, el estudio concluye con propuestas para mejorar la información y fiscalización en el mercado de corredoras chileno, temas que en nuestra opinión son de fundamental importancia.

2. La regulación actual de las corredoras en el mercado chileno

En esta sección revisamos la legislación y normativa chilena sobre tres categorías de riesgos en que las corredoras están expuestas: riesgos de contraparte, solvencia y liquidez.

2.1 Riesgo de contraparte

El riesgo de contraparte no es explícitamente mencionado en la Ley de Mercado de Valores (LMV), ni en la normativa complementaria de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), ni en las publicaciones de la Bolsa de Comercio (BC) o en las de la Bolsa Electrónica de Chile (BE), por lo que se hace necesario definirlo. Para efectos de este estudio, resulta conveniente entenderlo como el riesgo de incumplimiento por parte del corredor contraparte y de los clientes contraparte de los acuerdos y contratos firmados, los que pudieran resultar en que la operación no se perfeccione en el tiempo y la forma pactada, excluidas las causales de liquidez y solvencia.

A pesar de que el riesgo de contraparte no se encuentra regulado en forma sistemática en las normas de la SVS ni de la BC, la Legislación & Normativa (L&N) establece requisitos a los corredores para desempeñar dicha función y de acuerdo con los tipos de operaciones se definen procedimientos para llevarlas a cabo que tiendan a disminuir el riesgo que las contrapartes no cumplan su compromiso. Dichos riesgos son mayores cuando se realizan operaciones a futuro tales como: operaciones a plazo, operaciones simultáneas, ventas cortas, préstamo de acciones, custodia de instrumentos de terceros, etc., por lo cual la normativa, en particular de la BC, se aboca en detalle a regular los procedimientos de confirmación de órdenes, presentación de ofertas, constitución de garantías según el tipo de operación, perfeccionamiento y pago.

Específicamente, las siguientes exigencias a los corredores mitigan el riesgo de contraparte: **1)** Constituir una garantía por al menos UF 4.000 en beneficio de sus acreedores presentes y futuros producto de las operaciones que ellos realicen, cuyo representante será la Bolsa de Valores donde operen, y cuyo valor mínimo podrá subir en consideración al volumen y naturaleza de sus operaciones, comisiones ganadas, endeudamiento del intermediario u otras razones; **2)** Contar con un seguro integral por US\$ 4 millones contratado por los corredores que lleven a cabo custodia de títulos para terceros; **3)** Seguir procedimientos regulados para la entrega de los títulos y dinero en todo los tipos de operaciones que llevan a cabo los corredores, y **4)** Cumplir con garantías y límites especiales en operaciones a futuro con acciones. Por su importancia, éste último mecanismo se describe en mayor detalle en la sección que sigue.

2.1.1. Mitigación del riesgo de contraparte: Garantías para operaciones a futuro.

Existen tres operaciones que involucran algún compromiso futuro: las operaciones a plazo y las simultáneas, las ventas cortas y el préstamo de acciones. En esta sección se revisan los mecanismos existentes para minimizar el riesgo de contraparte en estas operaciones.

2.1.2. Operaciones a plazo y simultáneas

Se entiende por **operación a plazo** aquella transacción en que ambas partes acuerdan diferir la liquidación a un plazo determinado, el que no puede ser inferior a 3 días hábiles bursátiles ni superior a 180 días corridos contados desde la fecha en que se realice la operación. Pueden ser realizadas en rueda o tele-pregón, y los corredores pueden llevar a cabo estas operaciones por cuenta propia cuando estén autorizados para ello. La compraventa de las acciones se perfecciona de inmediato, habiendo acuerdo verbal o electrónico sobre la acción, cantidad, precio y plazo, quedando pendientes el pago, el traspaso y la inscripción de las correspondientes acciones o registro de custodia cuando proceda. El vendedor a plazo es el dueño de las acciones, para todos sus efectos, mientras no medie la celebración del traspaso, físico o electrónico.

Por su parte, una **operación simultánea** corresponde a la realización de una compra o venta a plazo conjunta e indisolublemente con una venta o compra al contado por idéntico número de acciones y en el mismo instrumento. Cada operación simultánea da origen a dos operaciones: una operación de contado y una operación a plazo. Las operaciones simultáneas se pueden realizar sólo con un corredor contraparte, quién a su vez debe tener la operación simultánea contraria, esto es, compra o venta al contado y venta o compra a plazo, según corresponda.

Las acciones en que está autorizado llevar a cabo este tipo de operaciones (además de operaciones en remate electrónico seriado) se dividen en tres Listas: A, B y C, considerando de mayor o mejor a menor o peor: presencia bursátil, valor patrimonial bursátil en manos de no controladores (*free float*), volumen de operaciones y comportamiento de precios. Las normas, instrucciones y garantías que rigen para las operaciones a plazo y para las operaciones simultáneas son idénticas.

Las operaciones a plazo y simultáneas con acciones deben ser garantizadas tanto por el corredor vendedor como por el corredor comprador ante la BC, y el monto de la **garantía inicial** depende de la lista a la cual pertenezcan las acciones:

- a) en la Lista A, una garantía inicial del 25% del monto de la operación + 100% de las diferencias en contra que resulten de comparar el precio pactado a plazo con el precio promedio diario de las operaciones Contado Normal (CN), Pagadero Hoy (PH) o Pagadero Mañana (PM), tanto para el comprador como para el vendedor;
- b) en la Lista B, la garantía inicial del 50% del monto de la operación + 100% de las diferencias en contra que resulten de comparar el precio pactado a plazo con el precio promedio diario de las operaciones CN, PH o PM, tanto para el comprador como para el vendedor; y finalmente
- c) en la Lista C, sólo es posible realizar operaciones cubiertas, esto es, donde el vendedor debe depositar en la BC la totalidad de las acciones objeto de la operación, mientras que el comprador debe entregar garantías por el 100% del monto de la operación.

Un caso especial es el de las **operaciones a plazo directas (OD)**, donde el cliente vendedor es contraparte del corredor comprador a plazo actuando por cuenta propia o de una sociedad relacionada. En este caso, el corredor debe entregar en garantía en la BC, por cuenta de su cliente vendedor, la totalidad de las acciones objeto de la operación. Por su parte, el comprador deberá entregar garantías por el monto que corresponda según se trate de una acción de la Lista A, B o C. Cuando el vendedor a plazo deposite en la BC las acciones objeto de la operación, o cuando el comprador a plazo deposite el monto total involucrado en la operación, no se exigen garantías adicionales al vendedor o comprador a plazo, o a ambos, según corresponda.

Las garantías sólo pueden constituirse en acciones, instrumentos de renta fija transados en la BC, depósitos a plazo, dólares, oro y efectivo, los cuales se valorizan en forma diaria de acuerdo a mercado, con la salvedad que las acciones se valoran al 80%, 60% y 50% de su valor de mercado, dependiendo de si corresponden a las Listas A, B o C, respectivamente.

Además de la garantía inicial, deben entregarse en **garantía** el 100% de las **diferencias diarias** de precios en contra que se produzcan, que deben enterarse en la BC hasta las 14:00 horas del día hábil bursátil siguiente de producida la diferencia. Para cada uno de los tipos de variaciones de capital (dividendos, acciones liberadas, fusiones, etc.) se exigen garantías a los vendedores a plazo que se determinarán diariamente a contar del día hábil siguiente a la fecha límite en que se materializa la variación de capital y hasta que la obligación sea cumplida. No se exigen garantías al corredor vendedor cuando haya

depositado las acciones de la operación a plazo como garantía en la BC, o cuando la variación de capital se encuentre garantizada por el cliente vendedor.

El día de liquidación de las operaciones, el corredor con posición neta vendedora a plazo tiene la obligación de disponer de los valores en su cuenta de retención del Depósito Central de Valores (DCV) a más tardar a las 14:30 horas, y el corredor con posición neta compradora debe enviar oportunamente los fondos a la BC de tal forma que éstos se encuentren disponibles en la cuenta corriente del banco pagador a más tardar en dicho horario. La operación se realiza mediante el Sistema de Compensación y Liquidación Garantizada (SCL) de la BC. La BC libera las garantías que respaldan las operaciones a plazo y hace entrega de los beneficios por variaciones de capital, si procede, el día hábil bursátil siguiente al de la liquidación.

Además, en las operaciones a plazo (por cuenta propia o para sus clientes) los corredores deben respetar **límites de concentración**, por corredor y por cliente. El límite de concentración **por corredor** establece que el *monto descubierto* en operaciones a plazo (de compra y venta) no puede superar **3 veces** el patrimonio líquido (PL) del corredor.

Los límites de concentración **por cliente** son:

- a) el monto de posiciones compradoras a plazo de un cliente no puede ser superior a 1 vez el PL de la corredora en acciones Lista A; o a 0,5 veces en acciones Lista B o C;
- b) la suma total de posiciones compradoras a plazo de un cliente en acciones de las Listas A, B y C no puede ser superior a 1 vez el PL de la corredora;
- c) el monto máximo de posiciones compradoras a plazo de un cliente en una determinada acción de la lista A no puede ser mayor a 0,5 veces el patrimonio líquido de la corredora o 0,25 veces el PL de la corredora (para acciones en listas B y C);
- d) el monto máximo de posiciones compradoras a plazo que un cliente podrá tener con todas las corredoras no puede ser superior a 0,20 veces el Free Float de la respectiva acción; y
- e) los clientes podrán enterar en garantía en un mismo título accionario, en relación al total de posiciones compradoras de acciones a plazo que mantengan con todos sus corredores, hasta: UF 100.000 para acciones de la Lista A, UF 50.000 para acciones de la Lista B, y UF 12.000 para acciones de la Lista C.

Para los efectos de límites, las operaciones por cuenta propia de un corredor y de las personas y sociedades relacionadas son consideradas *conjuntamente* como un cliente más de la corredora, y por lo tanto, deben observar los límites establecidos anteriormente. Los inversionistas institucionales relacionados a la corredora no son considerados para la determinación de los límites del corredor.

2.1.3. Venta corta

Se entiende por venta corta de acciones, la venta en rueda, tele-pregón o remate de acciones cuya liquidación se efectúa con acciones obtenidas en préstamo. Sólo se pueden realizar ventas cortas con acciones de la Lista A.

El prestamista es un inversionista que tiene la propiedad de determinadas acciones, las cuales presta a un prestatario a cambio de una prima, manteniendo el derecho a recibir los beneficios y variaciones de capital de las acciones que el prestatario le debe entregar. El prestatario o vendedor corto paga una prima por obtener acciones en préstamo para ser vendidas a un comprador o inversionista, las que luego debe devolver al prestamista. El prestatario está obligado a constituir garantías a favor del prestamista con el fin de asegurar la restitución de las acciones. El comprador adquiere las acciones que fueron inicialmente prestadas por el prestamista al prestatario y su compra no depende en absoluto de la constitución de garantías o la restitución de las acciones por el prestatario, así como tampoco se entera que la operación de compra tiene su origen en una posición corta del vendedor, ya que adquiere todos los derechos sobre las acciones.

Las ventas cortas requieren ciertas **garantías**. Específicamente, las acciones recibidas en préstamo deben ser garantizadas por el corredor vendedor corto frente a la BC constituyendo una garantía no inferior al 125% del valor de mercado de las acciones en préstamo el día hábil subsiguiente de la venta corta. Los tipos de activos susceptibles de ser entregados en garantías son los mismos que se pueden entregar en garantía para las Operaciones a Plazo, con los siguientes límites: UF 100.000 para acciones de la Lista A, y UF 12.000 para acciones de las Listas B y C. Ninguna acción en particular podrá representar un monto superior a las UF 100.000.

Además, existen límites máximos a las posiciones de venta corta (también llamados márgenes de operación) en un instrumento por cliente, corredor, o mercado, con relación al patrimonio del corredor, la liquidez del instrumento, la concentración de las garantías, u otras de similar naturaleza, los cuales serán informados por Comunicación Interna de la

BC. Las ventas cortas están sujetas a las mismas instrucciones que rigen a las operaciones en acciones, en cuanto ellas sean aplicables.

Existe un límite de concentración por cliente, específicamente el monto máximo de posiciones cortas en acciones de un cliente con un corredor no puede ser mayor a 0,5 veces el PL del corredor. Además, cuando la pérdida acumulada de un cliente sea superior al 10% del PL del corredor, el límite de concentración anterior se reduce a 0,2 veces. En caso que un cliente sobrepase los límites máximos, la corredora no puede realizar nuevas operaciones de venta corta para ese cliente mientras no regularice su situación (a excepción de la liquidación de operaciones en curso).

2.1.4. Préstamo de acciones

El préstamo de acciones corresponde a la transferencia de acciones que el prestamista hace al prestatario con el objeto que este último pueda liquidar oportunamente la venta corta de acciones que efectúe. El corredor prestatario está obligado a restituir al corredor prestamista al vencimiento del plazo establecido, igual cantidad de acciones del mismo emisor y serie, además de pagar la prima convenida y el producto de las variaciones de capital que se hubiesen generado durante la vigencia del préstamo. El corredor prestamista debe entregar las acciones, las variaciones de capital y la prima convenida al prestamista.

El plazo máximo del préstamo es 360 días corridos y se realiza fuera de rueda entre dos corredores que puedan actuar por cuenta propia o ajena, o entre el cliente y su corredor. Los corredores deben informar al Departamento de Custodia los préstamos de acciones, procedimiento que se define mediante Comunicación Interna.

Los préstamos de acciones deben ser **garantizados** por el corredor prestatario frente a la BC con el objeto de garantizar la obligación de devolver las acciones prestadas, constituyendo una garantía mínima inicial del 100% del valor de mercado de las acciones obtenidas en préstamo. Además, la garantía se incrementa en las diferencias diarias entre el precio del día de la venta corta y el valor de mercado de ese día. Se exigen garantías adicionales por las variaciones de capital, las cuales dependen de su tipo. Los instrumentos aceptables para ser entregados en garantía para los préstamos de acciones son los mismos que para las Operaciones a Plazo.

Si no se cumple con las garantías mínimas exigidas, el prestatario es notificado por el corredor prestatario para que entere las garantías faltantes y en caso de no hacerlo, no devolver las acciones en préstamo, no entregar las variaciones de capital o no pagar la

prima, las acciones en garantía son vendidas extrajudicialmente por la BC para pagar en forma prorrateada los montos adeudados al prestamista. Las garantías deben ser depositadas en el Departamento de Custodia de la BC el día hábil siguiente de realizada la operación de venta corta. Dicho Departamento determina en forma diaria el control de las posiciones cortas de los clientes.

2.1.5. Riesgo de contraparte en las corredoras chilenas: evaluación

Después de revisar las normas de la SVS y de la BC, así como resultado de las entrevistas con agentes del mercado, nuestra opinión es que las operaciones a futuro están razonables resguardadas en lo que se refiere a riesgo de contraparte.¹ También la normativa vigente considera las operaciones con relacionados para efectos de medir el riesgo de contraparte, puesto que la normativa vigente las incluye dentro de las operaciones por cuenta propia y en consecuencia las castiga en términos de límites y requisitos patrimoniales.² Sin embargo, también opinamos que hay tres riesgos de contraparte que no están siendo resguardados adecuadamente en la actualidad: la custodia de instrumentos de terceros, informalidad en el préstamo de valores y riesgos en licitaciones grandes.

En lo que se refiere a custodia, los casos recientes de fraude que afectaron a las corredoras Alfa y Serrano ponen de manifiesto que la normativa actual resulta inadecuada, porque permite que los corredores manejen en cartera propia los instrumentos de terceros en una cuenta de mandante global y no existe una fiscalización efectiva de las custodias ni por parte de la SVS ni de las bolsas. En respuesta a este problema, la SVS ha propuesto una modificación a la NCG N° 18 con respecto a la determinación del patrimonio mínimo de los corredores (llamado más adelante Patrimonio Depurado), disminuyéndolo en caso que el corredor no mantenga en una cuenta de mandante individual por cliente en el DCV u otra empresa de depósito de valores, los valores entregados en custodia por un cliente. También la BC ha propuesto perfeccionamientos en el Informe sobre Modificaciones Propuestas a la Custodia de

¹ Más de un entrevistado mencionó el sistema de operaciones simultáneas de la BC como ejemplo de manejo adecuado del riesgo de contraparte.

² El mero hecho que el corredor pertenezca a un grupo no se encuentra castigado ni premiado en la normativa, sino que las operaciones que se deriven de esa situación están sujetas al castigo indicado.

Valores de Terceros, en los que plantea mecanismos de control interno y externo de los corredores para efectos de custodia; estos no han sido implementados todavía.

Relacionado a lo anterior, existe un uso informal de la custodia de los terceros, para cubrir necesidades de capital de trabajo de las corredoras. Por ejemplo, un corredor puede necesitar entregar acciones a un inversionista institucional antes que éste efectúe el pago, y puede recurrir a la custodia de terceros por unas horas para cubrir dicha necesidad. Lo mismo puede ocurrir en una operación en el exterior. En tales casos, se produce un préstamo de instrumentos del que el dueño de los títulos puede no tener conocimiento, ni recibe remuneración alguna. Este uso potencialmente desconocido y no autorizado de la custodia puede representar un riesgo para el cliente. En mercados más desarrollados, el préstamo de títulos se ha formalizado, y nos parece razonable que el mercado chileno debe transitar en esa dirección.

El tercer problema potencial de riesgo de contraparte se produce en licitaciones grandes, en el que participa una corredora pequeña. El riesgo de contraparte (ligado a un riesgo de mercado) es que el precio de la acción baje fuertemente entre la fecha del remate y dos días más tarde, cuando la operación debe ser liquidada. Esta baja de precio podría ser incluso mayor que el capital de la corredora, en cuyo caso el incumplimiento es probable. Actualmente no existen resguardos apropiados para esta contingencia; en principio este problema podría abordarse con la exigencia de garantías que sean función del monto operado.

2.2 Riesgo de solvencia

La LMV establece que los corredores de bolsa deberán mantener un Patrimonio Mínimo (PM) de UF 6.000, el cual sube a UF 14.000 en el caso de llevar a cabo operaciones por cuenta propia. Adicionalmente, contempla que los corredores deben cumplir con márgenes de endeudamiento y de colocaciones, así como otras condiciones de liquidez y solvencia patrimonial que se establecen mediante una Norma de Carácter General (NCG), considerando la naturaleza de las operaciones, monto de ellas, tipo de instrumento negociado y clase de intermediario. También regula que la Bolsa debe establecer normas de operación y sanción para los corredores, y que puede rechazar la solicitud de un postulante a corredor si no cumple los requisitos de idoneidad, solvencia y otras que establezca su propia normativa.

La NCG N° 18, complementada y precisada por la Circular N° 632, establece normas de cálculo de patrimonio mínimo y de índice de solvencia para corredoras. Específicamente, el Patrimonio Depurado (PD) no podrá ser inferior al Patrimonio Mínimo (PM). El PD se obtiene rebajando del patrimonio contable una serie de conceptos, tales como los activos intangibles y el saldo deudor de las cuentas con personas relacionadas. La SVS ha propuesto nuevas subtracciones al PD, incluyendo el cinco por ciento de las partidas “deudores por intermediación” y “derechos por operaciones a futuro” (considerando la parte no garantizada³); los activos utilizados para garantizar obligaciones de terceros; el uno por ciento de las partidas “Derechos por operaciones de futuro” y “Deudores por intermediación” por operaciones simultáneas de terceros no confirmadas por escritos después de 2 días de efectuadas y no descontadas anteriormente (este porcentaje sube a veinte por ciento si no han sido confirmadas por escrito después de 5 días); y cuatro mil unidades de fomento más el uno por ciento del valor de mercado de instrumentos mantenidos en custodia y no depositados en el DCV en una cuenta de mandante individual por cliente.

Además, la SVS está proponiendo las siguientes nuevas exigencias. **1)** Si existen saldos en la cuenta “Deudores por intermediación” o “Derechos por operaciones a futuro”, provenientes de operaciones con entidades relacionadas al intermediario, que

³ Las operaciones están garantizadas cuando el cliente o contraparte de la operación ha enterado dinero efectivo, bienes o valores de su propiedad a nombre y a favor del intermediario en forma escrita que deje constancia de ello, o lo ha realizado el mismo intermediario de igual forma. Se consideran dentro de las operaciones a futuro todas aquellas que impliquen un vencimiento futuro, tales como operaciones de pactos, simultáneas y forwards.

permanezcan impagas por un plazo superior a 48 horas, deben considerarse dentro del saldo deudor de las "Cuentas con personas naturales o jurídicas relacionadas". **2)** La cuenta "Deudores por intermediación" debe contemplar los montos asociados a operaciones simultáneas de terceros.

La normativa define dos indicadores de solvencia: una **razón de cobertura patrimonial** y una **razón de endeudamiento**.

2.2.1 Razón de cobertura patrimonial.

La Razón de **cobertura patrimonial** se define como el Monto de Cobertura Patrimonial (MCP) dividido por el Patrimonio Líquido (PL) de la corredora. La normativa exige que este indicador de **cobertura patrimonial sea inferior a 1,0 vez** y en caso que resulte mayor a **0,8 veces**, entonces el corredor no puede llevar a cabo operaciones que signifiquen un aumento de esa razón y debe informar diariamente del estado del déficit a la SVS y Bolsa de Valores donde opere.

El Patrimonio Líquido (PL) se obtiene como los Activos Totales,

- f) menos el Pasivo Circulante y menos el Pasivo de Largo Plazo,
- g) menos Otros Activos, más el 50 por ciento de la partida "Títulos patrimoniales de bolsas de valores",
- h) más el 50 por ciento del monto en la cuenta "Inversiones en otras entidades", correspondiente a la acción de cámaras de compensación; más Valores de oferta pública que estén entregados en garantía por obligaciones de largo plazo del intermediario; y aquellos entregados en garantía para el cumplimiento de sus obligaciones como intermediario (en ambos casos, sólo si tienen cotización bursátil);
- i) menos Activos circulantes y fijos utilizados para garantizar obligaciones de terceros;
- j) menos Activos entregados a las cámaras de compensación, para cubrir las operaciones efectuadas por cuenta propia en contratos de futuros, y por cuenta de terceros mientras sea el intermediario quien cubra con activos propios las obligaciones de clientes ante la cámara;

- k) menos el 50 por ciento del valor neto de los activos fijos que no estén entregados en garantía por obligaciones de terceros;
- l) menos el saldo deudor de las cuentas corrientes con personas naturales o jurídicas relacionadas al intermediario;
- m) menos el saldo de la cuenta “Deudores por intermediación” y “Derechos por operaciones a futuro” efectuadas con entidades relacionadas al intermediario, que no cuenten con garantía por su parte o que dicha garantía no sea realizable dentro de 7 días⁴;
- n) menos el saldo de las cuentas de gastos anticipados; menos el saldo neto de los impuestos por recuperar, si dichos créditos no son reembolsables de acuerdo a las disposiciones tributarias vigentes;
- o) más el mayor valor de mercado de los títulos en cartera y derechos sobre títulos por compromisos de compra no calzados, respecto de su valor de contabilización según normas de valorización de la SVS;
- p) más el menor valor de mercado de las obligaciones en títulos por compromisos de venta no calzados, respecto de su valor de contabilización según normas de valorización de la SVS; y
- q) más el saldo favorable al intermediario, que resulte de mantener un compromiso de compra calzado con un compromiso de venta, según normas de valorización de la SVS.

El Monto de Cobertura Patrimonial (MCP) busca medir eventuales fluctuaciones en el valor de los activos y pasivos del intermediario que, por efecto de variaciones de precios, tasas de interés y tipos de cambio, pueden ir en desmedro de su situación patrimonial. Se calcula sumando las siguientes cantidades:

- a) un monto referido a los títulos accionarios, oro y dólar que el intermediario considere en el cálculo de su PL;
- b) un porcentaje del valor de rescate de las inversiones en cuotas de fondos mutuos,
- c) un monto referido a los títulos de oferta pública de deuda que el intermediario considere en el cálculo de su PL;

⁴ Esta es una proposición nueva de la NCG, aún en comentario hasta el 12 de agosto de 2009.

- d) un monto referido a los títulos sobre los cuales el intermediario tenga una obligación de compra futura, sea o no ésta contingente (compromisos de compra, operaciones de venta con compromiso de retro-compra, colocaciones a firme, obligaciones frente a opciones de venta de terceros, etc.);
- e) un monto referido a los títulos sobre los cuales el intermediario tenga una obligación de venta futura, sea o no ésta contingente (compromisos de venta, operaciones de compra con compromiso de retroventa, obligaciones frente a opciones de compra de terceros, etc.);
- f) un porcentaje del saldo en cuentas por cobrar por concepto de intermediación, que no se hubieren deducido para la determinación del PL;⁵
- g) un porcentaje del saldo de las cuentas del activo circulante que no se hubieren deducido para la determinación del PL, y sobre los cuales no se hubiere calculado un porcentaje de acuerdo a lo dispuesto en los puntos anteriores; se excluirá de dicho porcentaje el saldo de la cuenta caja y banco, y los derechos por cobrar que se originen en operaciones a futuro autorizadas por la SVS;
- h) un monto referido a los derechos y obligaciones del intermediario que se encuentren expresados en moneda extranjera o que se reajusten de acuerdo a la variación que ésta experimente (por ejemplo: depósitos a plazo y contratos a futuro en moneda extranjera); y
- i) un monto referido a los títulos accionarios sobre los cuales el intermediario tenga una obligación por operaciones de venta corta efectuadas por cuenta propia.

No se considerará para efectos de este cálculo, los activos y pasivos producto de contratos a futuro efectuados en rueda. Además, la Circular N° 632 establece que los montos del MCP se determinan como el producto de los porcentajes, definidos en dicha circular de acuerdo con las características de los distintos instrumentos (títulos, monedas, materias primas, derechos y obligaciones) que se aplican sobre su respectivo valor de mercado y el monto mantenido por el corredor de dichos instrumentos. El principio aplicado en estos porcentajes es que los instrumentos de mayor riesgo, plazo o complejidad tengan porcentajes mayores, siendo el promedio de todos los instrumentos cercano a 10%, con el extremo inferior para las cuentas por cobrar por concepto de intermediación de 0,5% y el superior para las acciones sin transacción bursátil de 40%.

⁵ Esta es una proposición nueva de la NCG, aún en comentario hasta el 12 de agosto de 2009.

2.2.2 Razón de endeudamiento.

La Razón de endeudamiento se define en base al pasivo exigible y el patrimonio líquido del corredor. Específicamente, establece que el Pasivo Exigible (PE) del corredor, neto de los montos indicados a continuación, debe ser menor a 10 veces respecto a su Patrimonio Líquido (PL), de acuerdo con la proposición de Nueva NCG de la SVS, en tanto que la NCG vigente establece 20 veces.

Los montos a descontar del PE son los siguientes:

- a) Monto en "Obligaciones por concepto de intermediación por cuenta de terceros";
- b) Monto en "Obligaciones en títulos por compromisos de venta", que corresponda a compromisos de venta que se encuentren cubiertos en un monto equivalente con compromisos de compra, y siempre que ambos compromisos tengan una misma fecha de materialización. Un compromiso de venta se considera cubierto con uno de compra cuando ambos tratan sobre títulos de un mismo emisor y con una misma base de reajuste. Además se requiere que la diferencia entre las fechas de vencimiento de ambos títulos no sea superior a 60 días, cuando al menos uno de ellos tenga un plazo de vencimiento menor o igual a un año. Cuando ambos títulos tengan plazo al vencimiento superior al mencionado, la diferencia entre las fechas no podrá exceder de dos años;
- c) 50 por ciento del monto en "Obligaciones por compromisos de compra" y en "Obligaciones en títulos por compromisos de venta", si la fecha de materialización de los compromisos es idéntica a la del vencimiento de los títulos de que tratan;
- d) 85 por ciento del monto en "Obligaciones por contratos a futuros", cuando el intermediario opere por cuenta propia en el mercado local de futuros
- e) Porcentaje de "Obligaciones por contratos a futuros" resultante de $1 - 1/TIP$ de cierre del mercado de futuro, cuando el intermediario opere por cuenta propia en el mercado local de futuros de TIP.
- f) Además, la SVS está proponiendo que tratándose de otras operaciones a futuro, en especial de operaciones forward, el corredor deberá considerar dentro del PE el monto total de las obligaciones que se generen por este concepto y no sólo la obligación que se genere por la diferencia de precios. No obstante, cuando el

corredor posea dos contratos de operaciones a futuro cubiertos entre sí, podrá considerar sólo la mayor de las obligaciones para efectos de calcular éste índice.

2.2.3 Riesgos de solvencia: evaluación

En nuestra opinión los indicadores de cobertura patrimonial y de endeudamiento son estándares y razonables, y los cambios que ha propuesto recientemente la SVS sobre los mismos implican aumentar los requisitos de capital incluyendo también medidas más depuradas del riesgo. Por ejemplo, el reducir la razón máxima de endeudamiento de 20 a 10 veces el patrimonio líquido es consistente con la práctica internacional en la materia (Estados Unidos tiene el mismo indicador). Sin embargo, creemos que existen dos problemas relativos a la solvencia de las corredoras no resueltos por la norma actual ni por las modificaciones que está impulsando la SVS, a saber, el medir más directamente el riesgo y la existencia de sociedades relacionadas no reguladas.

En lo que se refiere a requisitos de capital, la norma establece las mismas exigencias de capital independiente del porfolio de negocios que desarrolle el corredor. Estos pueden incluir actividades como el corretaje de títulos a cambio de una comisión, la administración de carteras, apuestas sobre la evolución futura de las tasas de interés, y operaciones de forward de acciones, entre otras. Claramente el riesgo de estas actividades es muy diferente entre sí; por lo que el desafío es perfeccionar los requisitos de capital de modo que guarden relación con el riesgo de la actividad al que ese capital es aplicado.

Por otra parte, un corredor sólo está obligado a canalizar su negocio a través de la corredora en la intermediación de valores a través de la bolsa y en operaciones en que participen los fondos de pensiones; las demás actividades (incluyendo las operaciones forward) puede realizarlas a través de una sociedad relacionada, pero no regulada. Esta situación promueve una suerte de arbitraje regulatorio, puesto que las actividades no reguladas no están sujetas a exigencias de capital ni de endeudamiento. Lo anterior tiene el inconveniente que puede afectar la fe pública, en cuanto un inversionista no informado puede ser defraudado por una sociedad relacionada pensando que equivalía a operar con la sociedad regulada; y además que puede afectar el riesgo de las sociedades reguladas en tanto que pérdidas cuantiosas en la sociedad no regulada repercutan sobre la solvencia de la corredora (regulada).

2.3 Riesgos de liquidez

El riesgo de liquidez está contemplado en la LMV, tal como se indica en el número **2** sobre Riesgo de Solvencia, y la NCG N° 18 señala como se medirá este riesgo. Al respecto se definen dos indicadores de liquidez, uno de liquidez general y otro de liquidez por intermediación.

2.3.1 Indicador de liquidez general

El indicador de liquidez general (LG) se define como el cociente entre:

- El Activo Circulante (AC), disponible y realizable en un plazo inferior a 7 días, menos el saldo deudor de las cuentas con personas naturales o jurídicas relacionadas al corredor, y menos el saldo de la cuenta “Deudores por intermediación” y “Derechos por operaciones a futuro” efectuadas con entidades relacionadas al corredor que no cuenten con garantía por parte de esas entidades o que dicha garantía no sea realizable en el plazo antes indicado⁶, y
- El Pasivo Exigible (PE) inmediato, es decir obligaciones exigibles en igual plazo.

El requisito es que dicho cociente no sea inferior a 1,0 veces.

2.3.2 Indicador por intermediación

El indicador de liquidez por intermediación (LI) se define como el cociente entre:

- El saldo de la cuenta caja y banco, más el saldo en cuentas por cobrar por concepto de operaciones de intermediación por cuenta de terceros, y
- El monto de obligaciones por concepto de operaciones de intermediación por cuenta de terceros.

También la exigencia de liquidez por intermediación es que el Ratio anterior sea no inferior a uno.

En la determinación del PD y de los índices LG y LI, si existieren activos que permanecen impagos, se deberá considerar como valor de dichos activos el menor valor que resulte de aplicar uno de los siguientes métodos:

⁶ Esta última partida sustraída del Activo Circulante ha sido recientemente propuesta por la SVS.

- a) Considerar en un 50 por ciento de su valor los activos que permanecen impagos por un plazo superior a 10 días con posterioridad a su vencimiento; y no se considerarán en absolutos aquellos activos que permanecen impagos por un plazo superior a 30 días con posterioridad a su vencimiento (exceptuando reprogramaciones).
- b) Rebajar del valor de los activos las provisiones que se hubieren constituido por concepto de deudas incobrables, de acuerdo a los principios contables generalmente aceptados y a las normas de la SVS.⁷

Respecto a los Indicadores de Liquidez y Solvencia, los corredores deben enviar en forma diaria a la SVS y a la Bolsa de Valores en la cual operen, un informe con el cálculo de los indicadores referidos y un desglose con el valor de las distintas partidas contempladas para el cálculo del PL y MCP. Dicha información también la deben tener disponible en su sitio Web.

2.3.3 Indicador de liquidez: Evaluación

Los indicadores de liquidez parecen apropiados, y las modificaciones recientes propuestos por la SVS constituyen un perfeccionamiento de los mismos, en cuanto incluyen la calidad crediticia de los activos incluidos. Sin embargo, sigue siendo válida la preocupación por la situación de liquidez de sociedades relacionadas no reguladas, en la medida en que una crisis de liquidez en ellas pudiera afectar a las sociedades reguladas.

⁷ En la proposición de la nueva NGC esta excepción ha sido eliminada.

2.4 ADDENDUM

Con fecha posterior a la de realización al presente informe (3 de agosto de 2009), la Superintendencia de Valores y Seguros, Bolsa de Comercio de Santiago (BCS) y la Bolsa Electrónica (BEC) han emitido la siguiente normativa relacionada con dichos riesgos:

a) Superintendencia de Valores y Seguros (SVS):

- Circular N° 1930 (31/julio/2009) – Apertura de cuentas de terceros en el DCV, implementa Artículo 179, inciso 2º de la Ley de Mercado de Valores (LMV).

b) Bolsa de Comercio de Santiago (BCS):

- Manual de Derechos y Obligaciones de los Corredores: Actualizado al 25 de agosto de 2009 mediante Circular N° 1.518 del 19 de agosto de 2009.
- Manual de Operaciones en Acciones: Actualizado al 25 de agosto de 2009 mediante Circular N° 1.518 del 19 de agosto de 2009.

c) Bolsa Electrónica de Chile (BEC)

- Circular N° 139 del 20 de agosto de 2009: Modificación operación e información sobre la custodia de valores de terceros.

Estas modificaciones a la normativa de la SVS, BCS y BEC se enfocan, principalmente, en la custodia de valores de terceros, consistente con el diagnóstico y acogiendo varias de las propuestas del presente informe respecto a las deficiencias enfrentaba por ella en términos de riesgo de mal uso de los valores de los clientes en custodia por el CB, riesgo de contraparte para los clientes respecto que su CB pueda cumplir en tiempo y forma con la devolución de sus valores en custodia y los clientes prestatarios en el caso de préstamo de valores, y falta de información al cliente sobre sus valores en custodia y en préstamo a terceros. Asimismo, se entrega atribución e información a la BCS y BEC respecto a la revisión y fiscalización de la información sobre valores en custodia de terceros, cuadratura entre el CB y el DCV y circularización a los clientes, todo ello en línea con el diagnóstico efectuado y las soluciones propuestas en el informe entregado antes de la modificación normativa.

Así por ejemplo, la Circular N° 1930 de la SVS implementa lo establecido en el artículo 179, inciso 2º, de la LMV, la que había sido modificada anteriormente, pero no se había dictado la normativa respectiva, y que señala la obligación de los Corredores de Bolsa (CB) que mantengan en su custodia valores por cuenta de terceros respecto a abrir una cuenta en una entidad de depósito y custodia de valores (DCV por ejemplo) a nombre de los clientes, y si ellos así lo requieren abrir cuentas individuales a su nombre. Dicha Circular señala que se deberá abrir una cuenta para los valores de terceros no relacionados, otra para los de terceros relacionados, y que ambas deberían ser independientes de la cuenta de valores propios, y que las instrucciones de ella entrarán en vigencia el 17 de agosto de 2009.

Por su parte, la BCS modificó su Manual de Derechos y Obligaciones de los Corredores el 25 de agosto de 2009, mediante su Circular N° 1.518 de fecha 19 de agosto de 2009, con relación a los siguientes temas:

- a) Custodia de valores (implementa la Circular N° 1930 de la SVS), exige cuadratura semanal de los valores mantenidos en custodia, informando a la BCS del resultado de ella y las diferencias que puedan existir (recomienda una cuadratura diaria de los valores mantenidos en custodia en el DCV). También autoriza a la BCS acceder a los saldos de los valores en custodia de los clientes como por cuenta propia en el DCV. La administración de la custodia de los clientes es de exclusiva responsabilidad del CB y no puede ser transferida o encargada a un tercero sin autorización del cliente.
- b) Conciliación y Circularización: Los CB deberán circularizar al 100% de sus clientes por medios físicos o electrónicos que mantengan instrumentos en custodia, la que deberá ser certificada por auditores externos, los saldos de instrumentos depositados en custodia, individualizando aquellos valores que se encuentran en garantía. Los CB deberán informar a la BCS la fecha de la circularización anual y deberán remitir a la BCS un informe de los auditores externos sobre el resultado del proceso.
- c) Seguro Integral: Los CB deberán incorporar en sus pólizas de seguros algunas cláusulas con carácter obligatorio sobre cobertura de de traspasos de acciones, opciones, escrituras de compraventa de acciones y de opciones. También deberán estar cubiertos los cheques girados en cualquier moneda, excluido el peso, contra las cuentas de la propia corredora. Es altamente recomendable que la compañía de seguros se haga responsable, en caso de siniestro, del pago sin necesidad de previo

consentimiento de la reaseguradora. Se norma la reposición de las acciones por la compañía de seguros y las eventuales diferencias de precios que se puedan producir, así como repartos de capital. Las garantías en reemplazo de la póliza de seguros podrán ser enteradas en los mismos instrumentos aceptables para operaciones a plazo, venta corta y préstamo de acciones e IRF/IIF (Anexo N° 14 Manual de Acciones).

- d) Liquidación de Operaciones: Los CB deberán liquidar sus operaciones a través del DCV, salvo cuando dichos instrumentos no sean aceptados por el DCV.
- e) Información sobre Operaciones, Custodia y Confirmación de Ordenes: Los CB deberán poner a disposición de sus clientes un servicio a través de la página Web de la CB donde puedan consultar las operaciones de compra y venta de valores del último mes, operaciones a plazo vigentes, saldos mantenidos en custodia, valores entregados en garantía a la BCS u otras bolsas, movimientos de custodia, garantía y préstamo de valores, movimientos de la cuenta corriente mercantil del último mes. También deberán poder por el mismo medio, confirmar sus órdenes de compra, o venta de valores cuando ellas requieran confirmación. Esas páginas deberán contener mecanismos de seguridad y toda la información sobre acceso a la página y confirmación de órdenes podrá establecerse en la ficha del cliente o en el contrato de custodia. Este sistema deberá estar disponible a partir del 31 de marzo de 2010.
- f) Préstamo de Valores en Custodia: Los valores mantenidos en Custodia sólo podrán ser objeto de préstamo si el dueño de los mismos, cliente prestamista, los autoriza expresamente y el CB los registra en la BCS en los términos establecidos en las “Condiciones Generales para el préstamo de Acciones, Instrumentos de Renta Fija, Intermediación Financiera y Otros Instrumentos de Oferta Pública negociados en el mercado Bursátil” (Anexo N° 43 de Manual de Operaciones en Acciones) y el cliente prestatario firma conjuntamente con su corredor las “Condiciones Generales para clientes prestatarios de acciones, IRF e IIF y otros instrumentos de oferta pública negociados en el mercado bursátil” (Anexo N° 48 del Manual de Operaciones en Acciones). Luego la BCS habilitará en su sistema computacional la opción de registrar dicha información. El cliente prestatario deberá garantizar en un 125% del valor del préstamo que realicen los clientes a los corredores o sus relacionados o entre clientes sin relación entre sí. Las garantías deberán enterarse en los mismos instrumentos aceptables para operaciones a plazo, venta corta y préstamo de acciones e IRF/IIF (Anexo N° 14 Manual de Acciones). Tanto los préstamos como la restitución de valores deberá ser informada en la cartola de

movimientos del cliente correspondiente. Los CB deberán registrar en su contabilidad los valores recibidos en préstamo, cuando sean para su cuenta propia.

La BCS modificó su Manual de Operaciones en Acciones el 25 de agosto de 2009, mediante su Circular N° 1.518 de fecha 19 de agosto de 2009, con relación al siguiente tema:

2.5.7.3 letra o).- Préstamo de Valores en Custodia: Corresponde al mismo texto señalado en el Manual de Derechos y Obligaciones de los Corredores, Numeral 4.4 Préstamo de Valores en Custodia. Se modifica el Anexo N° 43 para que también sirva para el préstamo de valores en custodia y se incorporar el Anexo N° 48 sobre Condiciones para los clientes prestatarios de Acciones, IRF/IIF y Otros Instrumentos de Oferta Pública negociados en el Mercado Bursátil.

Finalmente, la BEC modificó la normativa sobre actividad de custodia de valores mediante su Circular N° 139, que en esencia señala lo mismo que la Circular N° 1.518 de la BCS, con la salvedad que establece un menor plazo, hasta el 31 de diciembre de 2009, para que los CB implementen el servicio de información vía página Web para sus clientes, así como que los CB deberán acreditar en el plazo de 30 días a contar de la entrada en vigencia de la referida Circular (7 de septiembre de 2009) que disponen de una cuenta de custodia para sus clientes, separada de la cuenta de la cartera propia del CB y de sus empresas o personas relacionadas.

2.5 Referencias

- 1) Ley Nº 18045, Ley del Mercado de Valores (LMV);
- 2) Normas de Carácter General (NCG): Superintendencia de Valores y Seguros (SVS)
 - Nº 12 (27/julio/1982) – Transacción de Valores.
 - Nº 16 (11/junio/1985) – Normas de Inscripción de Intermediarios de Valores.
 - Nº 18 (1/julio/1986) – Requisitos de Patrimonio, Liquidez y Solvencia para Intermediarios.
- 3) Circulares: SVS
 - Nº 632 (1/julio/1986) – Criterios para la determinación del Monto de Cobertura Patrimonial.
 - Nº 695 (17/marzo/1987) – Informe Diario de condiciones de Liquidez y Solvencia
 - Nº 1720 (8/junio/2004) – Informe sobre Instrumentos de Terceros en Cartera Propia
 - Nº 1862 (15/enero/2008) – Requisitos para la Administración de Cartera de Terceros.
- 4) Bolsa de Comercio de Santiago (BC)
 - Estatutos
 - Reglamento
 - Código de Ética
 - Manual de Derechos y Obligaciones de los Corredores
 - Manual de Operaciones en Acciones, Tomos I, II y III (Incluye Operaciones a Plazo y Simultáneas: Proyecto de Circular BC y Modificación Propuesta al Manual)
 - Normativa Market – Maker.
 - Manual del Sistema de Compensación y Liquidación Garantizado (SCL).
 - Custodia de Valores a Terceros: Informe sobre modificaciones propuestas por BC, Depósito Central de Valores (DCV) y SVS + Modificación Propuesta por la BC al Manual de Derechos y Obligaciones de los Corredores.

3 Propuestas de mitigación de los riesgos identificados.

En la sección anterior identificamos un deficiente resguardo de tres riesgos de contraparte (custodia de terceros, mercado de préstamo de valores y remates grandes) y dos riesgos de solvencia (los que surgen de canalizar negocios a través de sociedades relacionadas y de establecer los mismos requisitos de capital independiente del riesgo de las actividades del corredor). En esta sección analizamos en mayor profundidad estos riesgos, y hacemos propuestas para mitigarlos. Estas incluyen medidas específicas para los problemas detectados, y propuestas tendientes a mejorar la organización interna de las corredoras, así como la información y fiscalización de las mismas; estas últimas dos abarcan transversalmente los distintos riesgos.

3.1. Riesgos de contraparte

3.1.1 Custodia

La custodia de terceros presenta graves riesgos de contraparte que no han sido adecuadamente administrados. La normativa vigente permite a los corredores mantener la custodia de terceros en una cuenta propia, y no existe una adecuada fiscalización de las custodias por parte de la SVS ni de las bolsas. Es imperioso mejorar la seguridad de la custodia; el desafío es hacerlo sin un costo excesivo en términos del normal funcionamiento del mercado.

Nuestra opinión es que este objetivo no puede conseguirse con una, sino con varias medidas:

- a) La primera es aumentar la información de la custodia de terceros, con una conciliación diaria de la misma. Esto a su vez requiere que:
- b) Los corredores de bolsa (CB) mantengan la custodia de terceros en cuentas separadas de su cartera propia y de la cartera de relacionados;
- c) Si los valores de los clientes del CB no están en cuentas de mandantes individuales, entonces la cuenta global de terceros permita la identificación de cada cliente;
- d) La custodia de terceros sea mantenida en su mayor parte (por ejemplo 98% o más) en el Depósito Central de Valores (DCV) o en una institución similar, porque es inviable que títulos depositados en el departamento de acciones de los emisores entreguen un listado diario de las acciones allí depositadas. Además,

- e) Cada CB debería cuadrar diariamente su custodia con la indicada por el DCV, y esta cuadratura debería ser fiscalizada por un Comité de Autorregulación de la Bolsa de Valores (CABV, que se describe más adelante) con atribuciones ampliadas;
- f) Dicha unidad debiera poder auditar (en forma periódica, aleatoria y sin aviso) que la custodia reportada por los CB corresponda a los hechos, y que los procesos internos de seguridad de custodia de las CB sean los adecuados. También
- g) Los clientes del CB debieran tener acceso a una página en Internet, sea directamente en el DCV en caso que mantenga una cuenta individual; o sea en la página Web del propio corredor en caso que sus títulos estén depositados en una cuenta de terceros agrupada, y
- h) Cada movimiento de la custodia debiera estar acompañado en forma automática por un correo electrónico dirigido al cliente, comunicándole la entrada o salida de títulos de su cartera
- i) Una vez al mes el DCV o entidad depositaria y el CB debieran enviar al cliente un informe con los movimientos de su custodia en el período (de modo que el cliente puede advertir diferencias). Asimismo,
- j) Esto último está ligado a una mayor formalidad en el mercado de préstamo de títulos, porque el préstamo de un título sería automáticamente notificado al cliente.

Como es sabido, la SVS ha propuesto recientemente medidas tendientes a separar la custodia de la cartera propia y la cartera relacionada de los CB. Además, el DCV ha estimado un costo de UF 0.03 por transacción para cuentas individuales, las que comenzarían pronto a ser ofrecidas al mercado (la cifra final no es conocida todavía a la fecha de este informe).

Es importante notar que la implementación sola de cuentas individuales no elimina las posibilidades de fraude, porque el corredor (en el ejercicio de su función) debe tener autorización para sacar títulos de las custodias individuales y transferirlos a su cartera para ejecutar órdenes de venta. De allí la necesidad de fortalecer los procesos de control dentro de las CB; pero creemos que las medidas planteadas de cuadratura diaria y una efectiva fiscalización son razonables de implementar y debieran ayudar a mitigar este riesgo; el declarar diariamente la custodia deja registros con responsabilidades legales para los encargados, lo que puede generar mayores costos en caso de fraude.

Algunos entrevistados manifestaron preocupación en el sentido que las cuentas individuales puedan retrasar el normal funcionamiento del mercado de corretaje de títulos. Ello porque al estar los títulos en cuentas individuales, entonces si un corredor ejecuta una orden de venta sin que los títulos del cliente hayan sido traspasados a la cuenta propia del corredor, corre el riesgo que posteriormente el cliente desconozca esa orden, si por ejemplo el precio de la acción subió *expost*. Ello llevaría al corredor a esperar que los valores hayan sido primero traspasados a su cartera, para después ejecutar la orden de venta, con una demora quizá de 2 días, que podría significar obtener un precio desfavorable. Sin embargo, es posible pensar en soluciones a inconvenientes como esto, por ejemplo, es suficiente para mitigar el riesgo que el cliente desconozca la orden que dio, que el CB reciba una copia de una instrucción dada (electrónicamente) por el cliente al DCV de traspaso irrevocable a la cartera del CB de los títulos que desee vender; con ello no sería necesario esperar a recibir los títulos, puesto que el cliente no podría arrepentirse.

Una segunda preocupación detectada se refiere a que las cuentas individuales en el DCV significarían un riesgo mayor para el DCV, específicamente el riesgo de fraude en la identidad del cliente final, que él es quien dice ser. Es claro que el DCV no tiene este problema actualmente, porque sus clientes son inversionistas institucionales, mucho menos numerosos. Aspectos como este escapan al ámbito del presente estudio, pero probablemente la responsabilidad por identificar al cliente final deba seguir estando localizada con los propios corredores, y los contratos debieran reflejar esto.

Finalmente, conviene recordar que el tema de la custodia está hace mucho tiempo resuelto para los inversionistas institucionales, tales como las AFP, que deben mantener en custodia más del 90% de su cartera. Este sistema ha funcionado bien y está sujeto a una extensa legislación y normativa especial. Adicionalmente, el DCV es una entidad que tiene una larga experiencia de operación sin problemas, y con un importante nivel de fiscalización y control por parte de los inversionistas, las SVS y Superintendencia de Pensiones (SP). Es posible entonces aprovechar esta experiencia y focalizar los esfuerzos en fortalecer el desafío adicional de resguardar los fraudes a nivel de los CB respecto a ingresos o egresos de instrumentos de los clientes al DCV; en el doble aspecto de separar la cartera propia y relacionada de la cartera de terceros, y mejorar el sistema de operación y fiscalización de los procesos a nivel del CB, dado que él seguirá teniendo un papel relevante en todo el proceso. En este último aspecto, pensamos que hay necesidad de una Unidad de Cumplimiento, por ejemplo, del CABV, la cual podría efectuar revisiones periódicas, tanto de la existencia y adecuada operación de los sistemas, como también de

las diferencias que ellos presenten⁸. Dada la larga experiencia respecto a la fiscalización y control de este tipo de operaciones en el sistema financiero chileno, tanto para las AFP, Fondos Mutuos, Bancos, etc., no debería ser difícil traspasar el conocimiento y la tecnología para llegar a cabo una adecuada revisión del cumplimiento (si existe la voluntad de hacerlo y comprometer los recursos necesarios).

3.1.2 Mercado de préstamo de valores

Actualmente los corredores mantienen la custodia de terceros en cuentas propias, y la usan como capital de trabajo en la liquidación de órdenes; lo anterior debido a que se producen desfases al ejecutar órdenes para clientes institucionales y en operaciones con el exterior. Ello no sería diferente del uso que un banco hace de los saldos en cuenta corriente de sus clientes, al utilizarlos para hacer préstamos; y debido a lo cual si todos los clientes decidieran retirar sus depósitos simultáneamente, encontrarían que no hay dinero suficiente para todos (corrida bancaria). Es así como hoy la gran mayoría de los clientes no sabe qué está prestando, ni por cuánto tiempo. Este estado de cosas no es consistente con cuentas de mandantes individuales en el DCV, puesto que todo movimiento de cartera, incluidos los préstamos de valores, debieran dar origen a una comunicación del DCV al cliente final, y deben reflejarse en la custodia en línea.

Esta situación además no es la de un mercado desarrollado, entonces nuestra propuesta es avanzar en la formalización de un mercado de préstamo de valores. Básicamente, un CB sólo estaría autorizado a llevar a cabo operaciones de financiamiento con los instrumentos de los clientes, o utilizarlos de cualquier modo, tanto por cuenta propia como por cuenta de otro cliente, cuando:

- a) El cliente dé un consentimiento expreso, que tenga plena validez legal, que no pueda ser objeto de fraude y que sea en forma previa a la utilización de los instrumentos;
- b) La utilización sólo se podrá realizar si se ajusta a las condiciones específicas aceptadas por el cliente;

⁸ Las conciliaciones pueden arrojar diferencias significativas, tales como la famosa “diferencia operacional – contable” que mantuvieron las AFP durante varios años producto de la incorrecta conciliación y cuadratura de ambos sistemas.

- c) Los registros del CB deben incluir los datos del cliente propietario de los instrumentos utilizados, así como el número e identificación precisa de los instrumentos de cada cliente que se han utilizado;
- d) Antes de llevar a cabo una operación de financiamiento con instrumentos de un cliente, o de utilizarlos de cualquier otro modo, por cuenta del CB o de cualquier otro cliente, se deberá proporcionar al cliente propietario un documento, con la debida anticipación, y en forma escrita, clara, precisa y completa, sobre las obligaciones y responsabilidades del CB con respecto a la utilización de los instrumentos, condiciones de devolución, riesgos involucrados en la operación, condiciones financieras del préstamo y su metodología de cálculo;
- e) Se le entregue información completa, clara y precisa sobre los intereses devengados a favor del cliente por la participación en la operación de préstamo de instrumentos y su base de devengo;
- f) Se incorpore en la cartola mensual enviada a cada cliente un detalle de las operaciones de financiamiento llevadas a cabo en el mes, las que aún se encuentran vigentes, así como los ingresos recibidos por dicho concepto;
- g) El cliente cuente con una página Web segura del CB, actualizada diariamente, en la cual obtenga información histórica y actual sobre las operaciones de préstamo realizadas al CB, las que aún se encuentran vigentes, así como los ingresos recibidos por dicho concepto.

Finalmente, el sistema actual de préstamo de activos debe converger a un Sistema de Compensación y Liquidación (SCL) centralizado, tal como ocurre actualmente en los países con mercado financieros desarrollados. Ello permitirá transparentar los costos y beneficios al cliente prestamista, así como disminuir los riesgos de contraparte debido a la compensación y liquidación centralizada. Al respecto ya entró en vigencia la ley del SCL y está en proceso de dictarse la respectiva normativa complementaria por la SVS, por lo cual se espera que las condiciones indicadas en el párrafo anterior sean cumplidas por el nuevo SCL.

3.1.3 Remates grandes

Uno de los entrevistados mencionó preocupación sobre el riesgo de contraparte que se produce al participar en un remate grande (por ejemplo US\$ 300 millones), teniendo como contraparte una corredora con poco capital. Ello debido a que la

operación se acuerda un día, pero se liquida 2 días después; entonces un movimiento a la baja en el precio de la acción implica una pérdida de capital para el comprador.

Al respecto, no hay duda que el riesgo de contraparte en la operación entre CB aumenta a medida que se incrementa el monto de la operación y el plazo para perfeccionar su entrega. Consistente con ello, la BC establece que se deben constituir garantías para llevar a cabo las operaciones, en función del monto de la operación y el tipo de riesgo de la operación. Entonces este aspecto está ya considerado en la normativa, la que considera el riesgo individual de la operación. Un perfeccionamiento a dicha normativa es incluir el consolidado de operaciones efectuados por un CB, es decir, que las garantías se incrementen en función de la suma de operaciones que realiza el CB (porque el resguardo de su capital se reparte en un cada vez mayor número de operaciones). Este perfeccionamiento resulta especialmente necesario en una situación de crisis masivas, en cuyo caso los resguardos actualmente contemplados son insuficientes.

3.2. Riesgo de solvencia

3.2.1. Sociedades relacionadas no reguladas

Las corredoras realizan negocios a través de la corredora (regulada) y de sociedades relacionadas (no reguladas); la normativa actual sólo restringe la intermediación de valores y las operaciones en que participen Fondos de Pensiones al vehículo regulado. Por ejemplo, una corredora puede decidir hacer un forward a través de la S.A. para no ocupar capital de la corredora; lo mismo puede ocurrir con los pactos, y en este caso se corre además el riesgo de hacer varios pactos sobre el mismo instrumento (con lo cual efectivamente se quita a la operación el respaldo del colateral que se suponía tenía). Al ser estas sociedades relacionadas no reguladas, y al poder ellas realizar varias operaciones que llevan a cabo las corredoras, se generan incentivos a una suerte de “arbitraje regulatorio” entre las sociedades reguladas y las no reguladas. En efecto, mientras mayor sea la regulación en las actividades reguladas (y la estrictez de ésta), mayores serán los incentivos a mover (en el margen) actividades que vayan de lo regulado a lo no regulado. Es seguro concluir entonces, que cualquier medida tendiente a mejor cautelar los riesgos de las corredoras por la vía de una regulación más estricta corre el riesgo (valga la redundancia) de resultar en mayor riesgo, si esas operaciones se canalizan a través de vehículos no regulados, con la consiguiente pérdida de transparencia de las operaciones y sus riesgos.

Este arbitraje regulatorio preocupa por dos razones: los riesgos de operar con entidades no reguladas pueden comprometer la fe pública, y además el negocio no regulado pueda crear externalidades negativas para el negocio regulado, lo que podríamos llamar riesgo sistémico intra-grupo. La fe pública se ve afectada en la medida en que, por ejemplo, el cliente piensa que una transacción la está realizando con una sociedad regulada, y sin embargo descubre (en el evento de incumplimiento) que la realizó con una sociedad no regulada. El “riesgo sistémico intra-grupo”, por su parte, se puede ver afectado de diversas maneras, siendo una de ellas el que a partir de grandes pérdidas en el negocio no regulado, se comience a “echar mano” a activos y actividades del negocio regulado.⁹

A partir de lo anterior, una pregunta importante es qué nivel de regulación es aconsejable. Una regulación más efectiva de las sociedades reguladas incentiva a realizar

⁹ Esto es precisamente lo que ha ocurrido en los problemas de mal uso de la custodia. El corredor toma riesgos al hacer pactos o forwards de tipo de cambio, sufre fuertes pérdidas en ello, y es en este contexto que hace mal uso de la custodia de sus clientes.

más operaciones a través de vehículos no regulados (si ello sigue permitiéndose). También, mayores regulaciones pueden representar más costos para las corredoras, y resultar en una estructura del mercado diferente, con salida de corredoras más pequeñas, y mayores barreras a la entrada para nuevos corredores. No obstante, nuestra opinión es que la pregunta correcta se refiere a la regulación aceptable para las actividades y riesgo de los negocios de las corredoras, regulación sin la cual no se satisface un nivel aceptable de resguardo de la fe pública. Una vez respondida esta pregunta, la estructura de mercado que resulte de ella es una consecuencia, por lo que creemos que no se debe hacer regulación teniendo un número mínimo de participantes o una determinada estructura de mercado en mente¹⁰. Nuestra percepción es que los estándares actuales en términos de capital, infraestructura, procesos e información no son aceptables para los riesgos que implica el negocio de las corredoras, y que deben ser mejorados.

Recientemente el Comité de Regulación de la Bolsa de Comercio (CRBC) expresó preocupaciones similares, por medio de la dictación de su Circular N° 1, de fecha 30 de diciembre de 2008, en la cual señala textual “Extensión de los deberes de los corredores: Los deberes fiduciarios a que están sometidos los corredores de bolsa se extienden a las sociedades que forman parte del conglomerado financiero del corredor y operan bajo la misma razón social o estructura empresarial, pues la actividad de estas sociedades se beneficia de la confianza depositada por el público en el corredor”. Además, en el caso "Marco Antonio Cerda San Martín con Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa", el CRBC emitió sentencia de fecha 28 de noviembre de 2008, estableciendo que a pesar que las operaciones forward motivo del reclamo fueron realizadas por don Marco Antonio Cerda con Larraín Vial Servicios Financieros Limitada, y no con Larraín Vial Corredores de Bolsa, todavía le cabía responsabilidad a Larraín Vial por la operación realizada. En otras palabras, el CRBC reconoció la responsabilidad de Larraín Vial en la operación forward, independiente que dicha operación hubiera sido hecha por un vehículo alternativo a la corredora de bolsa, como es la Sociedad de Servicios Financieros.

Nuestra propuesta concreta es avanzar en etapas hacia la consolidación de las sociedades relacionadas. En un primer paso, el CABV podría exigir que las operaciones que sean realizadas a través de sociedades relacionadas no regulados sean informadas. Tratándose de un proceso gradual, se debería dar un plazo para la entrada en vigencia de los indicadores de capital y endeudamiento a nivel consolidado, pero sólo con un carácter informativo y con periodicidad semestral, coincidiendo con los estados financieros de

¹⁰ Obviamente, apelando al criterio una autoridad debiese establecer regulaciones que permitan un cierto nivel de competencia.

junio y diciembre de cada año. La Unidad de Cumplimiento del CABV debería fiscalizar la entrega de la información sobre transacciones con relacionados y el cálculo de los indicadores en el contexto consolidado.

Un paso adicional en esta materia, sería que la SVS exigiera en el futuro la consolidación de los estados financieros del CB con sus relacionados, así como de los indicadores de capital y endeudamiento para un cumplimiento normativo. Ello debería corresponder a un requisito establecido por la SVS, fiscalizar su cumplimiento y sancionar el incumplimiento, lo cual requiere una modificación de la LMV y sus normas complementarias, debido a que se debe incluir el concepto de “holding” en la legislación & normativa.

Con respecto a cuáles serían las actividades consolidables, varias consideraciones son pertinentes. En los grupos financieros chilenos, en general, el CB es una de las entidades que forma parte del grupo pero no es la matriz del grupo, porque significaría tener que consolidar con sus filiales. Además, la actividad principal de la matriz no consiste en tener participación en la CB, si bien es una sus actividades, sino que tiene participación en diversas entidades financieras del grupo que se relacionan entre ellas de una forma compleja. En efecto, la matriz controla a varias entidades que forman parte del grupo consolidable, siendo al menos una de ellas el CB. Normalmente, el CB no es la entidad de mayor dimensión relativa dentro del grupo, pero sí la que origina y atrae la mayor cantidad de negocios al mismo, y que los traspassa a otras entidades no reguladas dentro del grupo para que dichos negocios se realicen a través de ellas.

En consecuencia, parece aconsejable finalmente consolidar relacionados y no relacionados (regulación de holding), por ejemplo, consolidando el capital. Si se elimina al CB del grupo consolidable, éste pierde parte sustancial de su valor, por lo cual al conformarse en Chile un grupo financiero, uno de los primeros objetivos es constituir un CB. Casos como Larraín Vial, Celfín, IM Trust, Compass, etc. dejan en claro que contar con esa entidad, independiente del volumen de operaciones que se realice directamente a través del CB, es fundamental para el éxito de sus operaciones a nivel consolidado. Las entidades que deben formar parte del grupo consolidable deberían incluir: CB, Banco, AFM y AFI, Servicios Financieros, Securitizadora, Administradoras de Activos y todas las Sociedades Instrumentales cuya actividad principal suponga la prolongación del negocio de alguna de las entidades incluidas en la consolidación. Por las razones dadas, la consolidación se debe llevar a cabo a pesar de que la participación en las entidades consolidables se realice a través de entidades del grupo económico no consolidable.

3.2.2. Exigencia de capital relacionada al riesgo del negocio

Los indicadores de solvencia en la legislación y normativa actual no están establecidos en función de los distintos riesgos que enfrentan las operaciones que llevan a cabo los CB, salvo la Razón de Cobertura Patrimonial (RCP) que incorpora el riesgo de fluctuación de precios, tasas de interés y tipo de cambio para los instrumentos que componen su cartera presente y la futura producto de obligaciones de compra o venta, que podría afectar el valor del Patrimonio. En cambio los indicadores de Razón de Endeudamiento (RE) y Patrimonio Depurado (PD), descuentan del pasivo y patrimonio, respectivamente, determinadas partidas con el fin de obtener un indicador que reconozca sólo una proporción de ellos. Sin embargo, dichos descuentos no se relacionan a los riesgos que enfrenta el negocio del CB, por lo cual ellos no consideran esos riesgos. Esta ausencia implica que la eventual consolidación de sociedades relacionadas y no relacionadas, no conducirá a indicadores potentes y sensibles a los riesgos enfrentados, requiriéndose un mayor patrimonio cuando aumenta el riesgo de llevar a cabo dichas actividades.

Parece necesario proponer avanzar en el establecimiento de un Patrimonio Mínimo (PM) que sea función de los diversos riesgos de las operaciones, tales como crédito, dilución, liquidación, contraparte y operacional. Esta forma de regular ha demostrado ser mucho más adecuada por ser sensible a los niveles de riesgo, pero cuidando de no ser pro-cíclico sino que más bien anti-cíclico, es decir que en los períodos de “exuberancia irracional” y disminución de la percepción del riesgo, el PM debe limitar su caída y mantener un valor de tendencia que considere todo un ciclo económico, estableciendo por lo tanto un piso y un techo dinámico para el indicador. Este último aspecto es uno de los principales que han surgido de la experiencia adquirida con la crisis financiera actual, debido a que si bien muchos indicadores consideraban como aspecto fundamental el riesgo y éste disminuyó a niveles muy bajos en el período de auge, considerando las valoraciones de mercado de distintos activos representativos de riesgo (spreads, CDS, etc.), bajaron los requerimientos de capital y se incrementaron en forma importante los activos y su exposición. Al iniciarse la crisis, el riesgo se incrementó rápida y enormemente, por lo cual los indicadores de requerimiento de capital señalaron que se debía incrementar el capital o liquidar cartera. Dado que lo primero era muy caro o imposible de realizar con los mercados colapsados, se liquidó cartera, deteriorando aún más los precios y aumentando la volatilidad, lo cual condujo a mayores requerimientos de capital, etc. Las proposiciones regulatorias realizadas recientemente, se enfocan justamente a amortiguar estas oscilaciones a lo largo del ciclo económico, debido a que las percepciones de riesgo son pro cíclicas y sufren del efecto manada, por lo cual se han propuesto indicadores que incorporen las mediciones de riesgo a partir del mercado pero

atenúen su oscilación en el corto plazo, manteniendo un valor más constante a lo largo del ciclo económico.

3.3. Organización y procedimientos internos de las corredoras

La experiencia internacional señala la conveniencia de definir estándares de procedimientos acordes con los riesgos y la fe pública involucrados en el manejo de activos de terceros. La lista que sigue, basada en la normativa española, ilustra el tipo de exigencias que las CB debieran estar en condiciones de satisfacer para poder operar. Las CB debieran poder demostrar que cuentan con:

- a) Estructuras y recursos involucrados acordes a los riesgos involucrados en su operación.
- b) Unidad de fiscalización y control (cumplimiento) independiente, con adecuada dotación de recursos y que reporte directamente al directorio del CB.
- c) Sistemas de información que aseguren que todo el personal del CB conozca sus obligaciones, riesgos involucrados en las operaciones que se llevan a cabo, las responsabilidades personales y colectivas, así como las sanciones de que pueden ser objeto en caso de incumplimiento.
- d) Un Director de cada CB debe ser el responsable permanente del adecuado manejo de los conflictos de interés que puedan perjudicar a los clientes, para ello se debe establecer y mantener actualizado un Manual de manejo y solución de los conflictos de interés, el cual debe ser aprobado por el directorio.
- e) Se debe contar con un sistema de registro de todas las operaciones, que impida alteraciones, y que sólo pueda sufrir modificaciones mediante la autorización de un alto ejecutivo del CB encargado de esta materia, quedando registro de todos los antecedentes del cambio durante un largo período de tiempo, con el fin de poder llevar a cabo en el futuro revisiones y reconstrucciones por parte de terceros.
- f) Proteger los instrumentos financieros de los clientes en poder del CB y evitar su utilización indebida. No se podrán utilizar por cuenta propia los instrumentos de los clientes, salvo consentimiento expreso de ellos. Deberán mantener una separación efectiva entre los instrumentos pertenecientes a los clientes y al CB. Los registros internos del CB deberán permitir conocer en todo momento y en forma inmediata, la posición de instrumentos y las operaciones en curso de cada cliente.

- g) Procedimientos administrativos y contables, controles internos y mecanismos eficaces de valoración de los riesgos.
- h) Adoptar mecanismos que permitan la continuación de la operación, control y rescate de los sistemas informáticos, y de otro tipo, frente a daños y catástrofes.
- i) Medidas adecuadas con respecto a los fondos de los clientes para evitar su utilización indebida, por lo cual los CB no podrán utilizar por cuenta propia los fondos de los clientes, salvo consentimiento expreso por escrito e informado por el respectivo cliente con anticipación a su utilización. Los registros internos deben permitir conocer en todo momento y al instante, la posición de fondos de cada cliente.
- j) Medidas que permitan cautelar que no aumente el riesgo operacional cuando confían a un tercero algún servicio o función esencial. El CB deberá comprobar que la persona o entidad en la que se pretende delegar funciones cumple de igual o mejor forma que el CB dicha función y satisface los requisitos establecidos en la legislación y normativa aplicables al CB para dicha función.
- k) Distinguir en cualquier momento y en forma inmediata los activos de un cliente de los de otros clientes y los propios del CB. Asimismo, garantizar la exactitud de los datos que contengan y su correspondencia con los instrumentos financieros y fondos de los clientes.
- l) Minimizar el riesgo de pérdida o disminución del valor de los activos de los clientes, o de los derechos relacionados con ellos como consecuencia del mal uso, fraude, administración deficiente, mantenimiento inadecuado de los registros o negligencia.

Estos procedimientos deberían ser presentados, revisados y aprobados por la unidad de cumplimiento del CABV. La aprobación significa que el CB puede operar en las bolsas de valores, en caso contrario no lo puede hacer.

Además, los CB debieran enviar una copia de estos procedimientos a la SVS con ocasión de su primera aprobación y cada vez que sufran modificaciones. La unidad de cumplimiento del CABV debe llevar a cabo revisiones en terreno, al menos dos veces al año, respecto a cada CB y de dicha visita debe surgir a corto plazo un informe. En caso de observaciones se deberá dar un plazo perentorio para su solución, y una vez solucionadas

ellas, debe acreditarse lo anterior con una visita inspectiva y emitir un informe final. Los auditores externos de cada CB se deberán pronunciar en su revisión anual sobre estos sistemas y el cumplimiento de la normativa, en tanto que en el caso de observaciones materiales deben dejar constancia de ellas en su opinión sobre los estados financieros, y en los casos más graves abstenerse de emitir una opinión sobre la representatividad y fidelidad de dichos estados financieros del CB.

3.4. Información y fiscalización

3.4.1. Una entidad fiscalizadora filial de la bolsa (pero separada de ella)

Varias corredoras están incursionando en negocios crecientemente difíciles de evaluar y monitorear por parte de la autoridad regulatoria. Asimismo, el mecanismo de auditoría actualmente en funcionamiento (dos auditorías por parte de la SVS y dos por la BCS, donde los corredores auditados se determinan aleatoriamente año a año) no ha mostrado resultados enteramente satisfactorios¹¹. También algunos participantes del mercado han manifestado dudas respecto a la real capacidad de fiscalización de la bolsa sobre sus propios miembros (accionistas), debido a posibles problemas de incentivos.

En nuestra opinión, es imprescindible mejorar la cantidad y calidad de la fiscalización, debido a que las transacciones de las corredoras (y muchas veces de sus sociedades relacionadas) involucran la fe pública. Para ello, tenemos en mente una contraloría fuerte, que cuente principalmente con ingenieros y abogados especialistas en mercados de valores y análisis de riesgos financieros y operativos. Estos funcionarios debiesen tener la capacidad de entender a fondo las transacciones que estén realizando las corredoras, y sus entidades relacionadas. En nuestra idea no está el que esta contraloría sea una especie de “estado policial” de la actividad de las corredoras, sino que más bien sea una institución que esté continuamente monitoreando las principales actividades de las corredoras, y que ayude a establecer alertas cuando se observen riesgos u operaciones con relacionados significativas. Asimismo, esta contraloría serviría como “organismo asesor” de instituciones como las mismas Bolsas y Superintendencia de Valores y Seguros. Para realizar su trabajo, esta Contraloría debiese tener la potestad de poder ir a las corredoras y sus empresas relacionadas y ver todas las operaciones en que participa la corredora, y debiese hacer un muy buen análisis de los riesgos de las corredoras. Adicionalmente, y como se mencionó, esta contraloría debiese controlar operaciones con relacionados y todo lo que tiene que ver con custodia (a través de su análisis del riesgo operativo).

Un incentivo que tendría esta Contraloría para realizar de manera adecuada sus actividades viene dado por su reputación. Así, una toma de riesgo excesiva de una corredora, que termine con un efecto negativo en la fe pública o en el riesgo del sistema, debiese afectar fuertemente la reputación de esta institución, y por ende la del mercado bursátil en su conjunto.

¹¹ A modo de ejemplo, la corredora Serrano había sido auditada por la SVS poco tiempo antes de develarse el fraude cometido.

Hay un tema de recursos involucrados. Con el fin de ser eficientes y evitar duplicaciones de costos, y para hacernos cargo también de la razonable duda sobre la capacidad fiscalizadora de las propias bolsas, proponemos que la actividad y responsabilidad de fiscalización sea sacada de la bolsa. Las tres bolsas debieran contribuir a prorrata para el financiamiento de ella; también las multas cursadas debieran ser a beneficio de la misma. En nuestra opinión, la mejor organización se obtiene dotando de la mayor autonomía e independencia a esta Contraloría, de modo que pueda libremente actuar y reprimir con dureza cualquier desviación de las corredoras. Para ello conviene crear una institución independiente de las bolsas y ésta es nuestra propuesta formal, pero estamos conscientes que la creación de tal institución requiere un cambio de ley¹². Entonces, como un paso intermedio, proponemos la creación de una subsidiaria de las bolsas, que sin embargo sea administrada en forma independiente.¹³

Visualizamos esta Contraloría como surgiendo de los actuales Comité de Regulación de la Bolsa de Comercio (CRBC) y Comité de Auto-regulación de la Bolsa Electrónica (CABE), potenciado en términos de recursos y atribuciones, con una unidad de cumplimiento encargada de fiscalizar a las corredoras en términos de procedimientos de organización interna (incluyendo manejo de custodia), y estándares de liquidez y solvencia.

Las funciones actuales del CRBC incluyen:

- a) Conocer y resolver los reclamos que se susciten entre los corredores de la Bolsa, o entre uno o más de éstos y sus clientes, o entre un corredor y la Bolsa, por infracciones a sus Estatutos, al Reglamento de la Bolsa, a las leyes o a las normas impartidas por la Superintendencia.
- b) Ejercer la supervigilancia preventiva o correctiva del mercado, en orden al respeto de sus cualidades de ser equitativo, competitivo, ordenado y transparente, pudiendo adoptar acuerdos, ordenar auditorias y hacer sugerencias a la propia Bolsa, a sus autoridades y ejecutivos y a los propios corredores.

Por su parte, las funciones actuales del CABE son:

¹² FINRA en EUA es una experiencia valiosa en este sentido, aunque reciente (ver el Anexo 1 para detalles)

¹³ NYSE Regulations (NYSER) tiene esta institucionalidad, que es filial de la NYSE, con patrimonio y personalidad jurídica propia, que lleva a cabo por sí misma las funciones de regulación, fiscalización y sanción. (ver el Anexo 1 para detalles).

- a) Conocer y resolver los reclamos que por infracciones a los Estatutos, al Reglamento de la bolsa, a las normas impartidas por la Superintendencia, o las Leyes, se suscitaren entre corredores, o entre éstos y la bolsa, pudiendo aplicar las sanciones que se establecen en los artículos 39 y siguientes del reglamento;
- b) Informar al directorio sobre las medidas preventivas o correctivas que, a su juicio, deban dictarse para un correcto funcionamiento del mercado con apego a los principios de equidad, competencia, orden y transparencia que deben imperar en éste.
- c) Velar por el estricto cumplimiento por parte de los corredores de los principios de ética comercial, acorde con las sanas prácticas de mercado y con las buenas costumbres, pudiendo conocer y resolver sobre las faltas u omisiones en estas materias.

Para el ejercicio de las funciones antes descritas, el Comité podrá adoptar acuerdos, requerir información relevante a los corredores involucrados, ordenar auditorias a los mismos y adoptar cualquier otra medida que estime conducente para dicho efecto. En resumen, sus funciones actuales están enfocadas, principalmente, a conocer y resolver los reclamos, aplicando sanciones menores en forma directa y proponiendo al directorio de la respectiva bolsa la aplicación de sanciones mayores; así como ejercer una supervigilancia del mercado, ordenar auditorias, hacer sugerencias e informar al directorio de la bolsa sobre medidas preventivas o correctivas. En consecuencia, para llevar a cabo las funciones de regulación, fiscalización y sanción cuenta con muy limitadas atribuciones, por lo cual si se pretende que ellos cumplan una función de Contraloría deberían modificarse los Estatutos de las bolsas y sus Reglamentos con el fin de dotarlos de la facultad para llevar a cabo en forma adecuada estas funciones, como entes independientes con patrimonio propio, estatus jurídico independiente de las bolsas de valores, y las capacidades humanas y materiales necesarias para ello. Esto permitiría a las bolsas traspasar a estos comités las funciones de regulación, fiscalización y sanción que ellas actualmente desarrollan y que deben ser perfeccionadas en forma importante.

En particular parece pertinente proponer que ambas bolsas de valores fusionen sus comités CRBC y CABE y se dé origen a una nueva entidad tipo “Comité de Autorregulación de las Bolsas de Valores” (CABV), con estatus jurídico y patrimonio propio aportados por ambas bolsas de valores. Adicionalmente, se le debe dotar de los recursos humanos y materiales necesarios, con una estructura administrativa sólida y no dependiente de las bolsas de valores. Es importante destacar que las funciones de regulación, que en la

práctica hoy no tienen los comités, debieran ser otorgadas al CABV, fortalecer las de fiscalización y otorgarle verdaderas atribuciones de sanción, con posibilidad de apelación de sus resoluciones a una instancia superior.

Como hemos anticipado, para el mediano plazo proponemos que este CABV se convierta en una entidad similar a FINRA para el mercado Chileno, es decir que congregue a los CB, las bolsas y los inversionistas/personas independientes, siendo estos últimos mayoría en su directorio, con el fin de regular, fiscalizar y sancionar a los CB. Para ello se requiere un cambio en la LMV y otras relacionadas, así como en la normativa complementaria, con el fin de crear dicha institución y dotarla de capacidades para ello. La autoridad debería estar interesada en que otro organismo, independiente y que represente a los inversionistas, cumpla un rol de apoyo y ayuda de la SVS. Cabe destacar como ejemplo al respecto el caso de la Comisión Clasificadora de Riesgo (CCR), donde los directores independientes representantes de las AFP son mayoría y los restantes son los Superintendentes de Pensiones (SP), Valores y Seguros (SVS) y Bancos e Instituciones Financieras (SBIF), la cual ha desempeñado un papel muy importante de apoyo a las SVS y SBIF con respecto a la evaluación y opinión respecto a las clasificaciones de riesgo realizadas por las clasificadoras por ellas fiscalizadas.

Aunque una evaluación del tamaño y los costos que la CABV podría representar está fuera de los límites del presente trabajo, como referencia el Anexo 5 presenta información de una institución auto-reguladora en Colombia (el AMB) y de la División de Control de Intermediarios de Valores de la propia SVS en Chile. Al respecto, si bien el mercado colombiano es similar al chileno en tamaño, es importante notar que desde mediados de 2006 el auto-regulador en dicho país incluye a todas las personas que realicen intermediación de valores, incluyendo bancos, corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial, fiduciarias, fondos de pensiones y compañías de seguros, entre otros, a tener una auto-regulación que cumpla las tres funciones de normar, fiscalizar y sancionar. De este modo, el auto-regulador en Colombia supervisa 130 instituciones, y cuenta con una planta de 64 empleados, con un costo total anual de US\$ 4,6 millones. Por su parte, la División de control de intermediarios de valores de la SVS en Chile cuenta con 23 personas, lo que implica una remuneración anual bruta de US\$ 1,1 millón; a lo cual habría que añadir el personal de informática, legal, administración interna y apoyo administrativo (que no se encuentra detallado en el sitio Web de la SVS). Estas dos referencias nos llevan a pensar que una planta de alrededor de entre 30 y 40 personas es razonable para el CABV que estamos pensando.

Un esquema como el último propuesto soluciona mejor los conflictos de interés que, aunque disminuidos, seguirían existiendo en una entidad como CABV mientras las bolsas

de valores sigan siendo mutualizadas. Si ellas se desmutualizan, por lo cual los inversionistas y personas independientes serían accionistas y nombrarían los directores, un esquema como el CABV se vería fortalecido, pero seguiría siendo mejor una estructura de autorregulación tipo FINRA al participar en forma más directa y transparente los distintos grupos en su directorio.

Finalmente, conviene notar que la implementación final de un esquema de autorregulación como el propuesto requiere una modificación legal, debido a que el artículo 56 de la Ley de Mercado de Valores (LMV) hace personalmente a los directores, liquidadores y al gerente de una bolsa de valores por la fiscalización de los CB.¹⁴ Ahora bien, nuestra propuesta considera dos etapas en el proceso, una primera que consistiría en la fusión ambos comités de autorregulación en uno sólo y ampliación de sus funciones y ámbito de acción en un proceso gradual; en tanto que en una segunda etapa esta entidad sería independiente de las bolsas; esto último requiere un cambio de la LMV, porque implica transferir la función y responsabilidad de la fiscalización desde las bolsas de valores a esta nueva institución. A mayor abundamiento, en la primera etapa antes referida, no debería presentarse un problema con el artículo 56, considerando que la institución es filial de las bolsas, las varias funciones de fiscalización ya han sido transferidas a estos comités y que el incremento de su ámbito de acción será gradual y cimentado sobre resultados obtenidos. Sin embargo, efectivamente para poder realizar la segunda etapa, se requiere modificar, al menos el Título VII sobre las Bolsas de Valores y Título X sobre las Responsabilidades, donde se incluye el artículo 56, de la LMV, con el fin que varias de las atribuciones y responsabilidades de las bolsas de valores y sus directores sean transferidas a esta nueva entidad, por lo cual quedarían liberados de las mismas.

¹⁴ Específicamente, el Artículo 56 establece que. “Los directores, liquidadores o el gerente de una bolsa de valores que no ejerzan sus deberes de fiscalización conforme a sus estatutos, reglamentos internos y demás normas que las rijan, sea respecto del mercado que opera en dicha bolsa o de las personas que en él intervienen, quedarán afectos a las sanciones administrativas que aplique la Superintendencia, en conformidad a la ley. Si de esta omisión, resultare daño a cualquier persona serán obligados a la indemnización de perjuicios respondiendo hasta de culpa leve a menos que probaren haber actuado diligentemente.”

3.4.2. Clasificación de riesgo de las corredoras

En nuestra opinión, ayudaría a los inversionistas el que las corredoras de bolsa cuenten con clasificación de riesgo. Lo anterior, porque una clasificadora de riesgo transmite en forma resumida al mercado información sobre los riesgos a que está expuesto al operar con dicho corredor (solventia, liquidez, procesos y mecanismos de control interno, considerando también el riesgo de sus operaciones con entidades relacionadas). Es cierto que la industria enfrenta conflictos de intereses que reducen el valor de sus clasificaciones, pero pensamos que ayudaría.

No hay un referente internacional para nuestra propuesta, puesto que en el exterior la clasificación de riesgo se refiere exclusivamente a la capacidad de pago en tiempo y forma de los instrumentos que involucran una promesa de pago (es decir, los instrumentos de renta fija o las acciones preferentes, pero no los instrumentos de renta variable). Sin embargo, en Chile se realiza, en forma voluntaria para los emisores, clasificación de riesgo de los instrumentos de renta variable, tales como acciones, cuotas de fondos mutuos y de inversión, debido que ella ha sido requerida por normativa de las AFP y Compañías de Seguros para efecto de la inversión de sus recursos. En el caso de las acciones se considera como un aspecto muy relevante en su clasificación la solventia del emisor, la cual se complementa con otros, tales como el gobierno corporativo, grado de liquidez en el mercado, etc., aunque la solventia es el aspecto fundamental que otorga la clasificación en 1ª clase o 2ª clase, en tanto que los distintos niveles al interior de la 1ª clase se asignan en función del grado de liquidez de la acción en el mercado.

Con respecto a los CB, nuestra propuesta es que los clasificadores consideren al menos su solventia, sus procedimientos y sus controles. Este tipo de clasificación se realiza hoy con las administradoras de mutuos hipotecarios, sociedades inmobiliarias de leasing habitacional, administradoras de activos, etc., por cuyo servicio cobran anualmente las clasificadoras de riesgo entre UF 300 y UF 450.

Ahora, respecto a si tal clasificación debiera ser obligatoria o voluntaria, nuestra propuesta es que sea voluntaria. En Chile, la clasificación de los instrumentos de deuda de oferta pública es obligatoria, independiente de quien es el comprador, en tanto que para los instrumentos de renta variable y otro tipo de entidades que son proveedoras de servicios financieros, su clasificación es voluntaria, por ejemplo, acciones, cuotas de fondos mutuos y fondos de inversión, administradores de activos, sociedades de apoyo al giro, etc. En consecuencia, la clasificación voluntaria de los CB es consistente con los instrumentos y emisores antes indicados y con la práctica internacional sobre su carácter

voluntario, desde el punto de vista del emisor, siendo ella un requisito para el comprador, en particular para los inversionistas institucionales.

En definitiva, parece muy necesario que esta clasificación no sea una imposición para el emisor, sino que sea un requisito según el mercado al que se enfoca el instrumento. Nuestra percepción es que si el inversionista demanda un determinado requisito, como contar con clasificación de riesgo para el instrumento, el emisor lo acepta como una condición razonable del comprador y se preocupará por ella. En cambio, si es una imposición regulatoria de la autoridad sobre el emisor por el sólo hecho de ser su instrumento de oferta pública, independiente del tipo de comprador y mercado al cual se orienta el mismo, al emisor lo único que le interesará será minimizar los costos y obtener la más alta clasificación, para lo cual presionará fuertemente al clasificador.

Por otra parte, el inversionista no se involucrará en el proceso de clasificación, no contactará al clasificador ni discutirá la clasificación asignada, porque no es un requerimiento suyo y no ha sido consultado respecto a si le interesa o no ese servicio. En consecuencia, traspasa toda la responsabilidad de la clasificación al regulador señalándole que éste debe preocuparse por ella, debido a que éste la ha requerido al emisor y a él no le corresponde ningún rol porque no es su requerimiento. En definitiva, el emisor presiona sin contrapeso al clasificador, debido a que el regulador no cumple su papel de contrapeso, porque tampoco siente que le corresponde involucrarse en las clasificaciones, enfrentando el clasificador una presión sin contrapeso. Esto podría explicar que las clasificaciones en Chile están sesgadas hacia categorías más altas (Categoría AA – A), en contraste con las que se observan en el mercado internacional (Categoría A – BBB). La experiencia reciente de la crisis financiera nos señala que los gravísimos errores cometidos por los clasificadores no se explican por un desconocimiento técnico, sino que por los graves conflictos de interés que enfrenta esta industria. Una mayor participación del inversionista ayudaría a contrapesar la influencia del emisor, debido a que el clasificador respondería a dos entidades contestatarias, a diferencia de hoy que es sólo el emisor. También se debe señalar que en EUA una parte no menor de los ingresos de los clasificadores surge de la venta de información sobre las clasificaciones, metodologías, estadísticas, etc., permitiendo disminuir su principal conflicto de interés que es ser pagados por el emisor. Si el clasificador se pone estricto, pierde al cliente y muchas veces al grupo económico completo, ejemplos hay muchos.

3.4.3. Alertas tempranas

Varias de las propuestas anteriores pueden contribuir a proveer de alertas tempranas para la detección de riesgos. Por ejemplo, auditorías efectivas y la cuadratura diaria de la custodia pueden llevar a alertas tempranas. Asimismo, el seguimiento de los movimientos diarios de custodia, con especial revisión de incrementos anormales en la liquidación de instrumentos en custodia puede ser una alerta temprana que indique que el CB enfrenta problemas.

Por otra parte, la crisis financiera actual nos deja una lección que es importante no dejar pasar, a saber, que la Unidad de Cumplimiento que revise los indicadores debe no sólo revisarlos en el contexto individual de un solo CB, sino también las características sistémicas de ese comportamiento y su impacto sobre el resto de los CB y el sistema financiero. La micro-fiscalización es insuficiente para detectar los riesgos sistémicos que se incuban, por lo cual se debe realizar una macro-fiscalización enfocada a todas aquellas entidades que por su peso específico pueden producir un desequilibrio del sistema, así como de los desequilibrios de múltiples CB pequeñas, que actuando bajo el efecto manada en períodos de “exuberancia irracional”, incuben riesgo sistémicos significativos.

3.4.4. Aumento de castigos por fraudes

Nuestra percepción es que los delitos que pueden cometer los CB no están adecuadamente penalizados en la ley chilena, considerando que afectan la fe pública. Actualmente la ley no contempla penas con cárcel de duración relevante, en tanto que la experiencia internacional parece mostrar que están aumentando en forma importante las sanciones. La implicancia es que no existe un desincentivo a delinquir por parte de los CB que guarde relación con la magnitud del daño que puede provocar en la sociedad.

Nuestra proposición es que se aumente el monto de las penas aflictivas con cárcel, y que se incorpore en la sanción penal como aspectos relevantes el monto de lo defraudado y el número de personas afectadas (hoy no consideradas). Al respecto vale la pena recordar la comparación entre la sanción que habría recibido Madoff por su fraude: probablemente 1,5 años en Chile versus 150 años en EUA. Esa es la diferencia de incentivos que existe hoy en Chile para delinquir, que refleja que en EUA sí se considera como elementos relevantes para dictar sentencia el monto defraudado y el número de afectados.

4. Resumen ejecutivo y conclusiones

Hemos detectado falencias en el resguardo de riesgos de solvencia y contraparte, así como en la fiscalización de las corredoras. Nuestras principales propuestas son:

- a) La creación de un Comité de Auto-Regulación de las Bolsas de Valores (CABV), que resulta de la fusión de los actuales Comité de Regulación de la Bolsa de Comercio y Comité de Auto-regulación de la Bolsa Electrónica, pero dotados además de atribuciones de regulación, fiscalización y sanción, con posibilidad de apelación a una instancia superior. El CABV sería inicialmente una filial de las bolsas (tipo NYSE) pero en el mediano plazo nuestra propuesta es dotarlo de mayor independencia creando una institución autónoma tipo FINRA (ambos de EUA).
- b) Establecer requisitos de información de parte de las sociedades relacionadas, y a mediano plazo de consolidación de empresas relacionadas, de modo de evitar el arbitraje regulatorio que resulta de una fiscalización más exigente en las sociedades reguladas.
- c) Mejorar los indicadores de solvencia para tomar en cuenta el riesgo del negocio que está siendo respaldado por el patrimonio de la corredora; ello mejora los indicadores individuales y además da sentido a la consolidación de capital.
- d) Exigir cuadratura diaria de la custodia de terceros con posibilidad que el cliente inversionista pueda ver su cartera en línea en una cuenta personal en el DCV o bien en la página Web del propio corredor. Esto requiere la obligación de mantener la custodia de terceros en cuentas de terceros (y no en cartera propia ni de relacionados), y de mantener la custodia en un alto porcentaje en el Depósito Central de Valores o un custodio similar.
- e) Formalizar el mercado de préstamo de valores, es una necesidad si se implementa la cuadratura diaria.
- f) Adoptar estándares de procedimientos similares a los de mercados más desarrollados (España es un buen *benchmark* en este aspecto).
- g) Clasificación voluntaria de las corredoras.
- h) Aumento en las penas para las Corredoras en caso de fraude u otro tipo de actuación reñida con la ley.

5. Comparación entre el presente estudio y los “Cinco Principios” de la SVS

5.1. Introducción

La Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) dio a conocer al público el 10 de mayo de 2009 un informe titulado “El Reto de Modernizar el mercado bursátil: Cinco Principios”, que incluye estudios realizados por 3 consultores externos contratado por ella, Axel Christensen, Fernando Le Fort y Alexander Galetovic, el de un funcionario de la SVS y dos de Guillermo Larraín, Superintendente de Valores y Seguros.

Los autores y los títulos de los estudios son los siguientes:

- Guillermo Larraín: “El reto de modernizar el mercado bursátil”
- Marco Morales: “Bolsa, Banca, Productividad y Crecimiento”
- Axel Christensen: “Desmutualización de las bolsas de valores en Chile”
- Fernando Le Fort: “Gobierno Corporativo de una bolsa desmutualizada”
- Alexander Galetovic: “Desmutualización y fusión de bolsas”
- Guillermo Larraín: “Cinco Principios para desarrollar el mercado bursátil”

En esta sección comparamos el presente estudio con respecto al último de dichos estudios, que denotaremos como E5P. Los cinco principios planteados por E5P son los siguientes:

1. Un marco unificado más eficiente.
2. Un mercado abierto, dinámico y competitivo.
3. Un mercado seguro.
4. Un mercado con un nuevo esquema de autorregulación.
5. Un mercado con altos estándares de gobierno corporativo.

5.2. Principio 1: Un mercado unificado más eficiente

Este principio se desglosa en los siguientes puntos:

- Existen en Chile tres centros bursátiles sin especialización y que podrían estar compitiendo por precio.
- Existe una baja liquidez, un bajo nivel de ejecución de las órdenes y heterogeneidad en los estándares de cada centro bursátil.
- La unificación de los tres centros podría aglomerar liquidez, mejorar la ejecución de las órdenes y homogeneizar los estándares.

- La unificación se podría dar vía interconexión de los centros bursátiles, que es la alternativa más directa, en tanto que la fusión podría ser viable desde el punto de vista regulatorio, pero el éxito de ella dependerá de cómo se resuelvan los conflictos de interés.

El presente estudio no se pronuncia respecto a la unificación de los centros bursátiles, pero sí propone una serie de medidas para mejorar la seguridad y confiabilidad de las operaciones llevadas a cabo por los Corredores de Bolsa (CB), las que llevan a homogeneizar los estándares de regulación y supervisión. En consecuencia, consideramos que los estudios coinciden en las materias que le son comunes.

5.3. Principio 2: Un mercado abierto, dinámico y competitivo

Este principio se desglosa en los siguientes puntos:

- En Chile es esencial un mercado abierto y competitivo, debido a que el Estado obliga a la participación en dicho mercado de actores como las AFP, así como para acceder a beneficios tributarios.
- Un mercado con esas características requiere que el ser accionista de la bolsa no sea una barrera a la entrada en el negocio de CB, porque es una barrera ineficiente. En cambio, se deben implementar barreras de entrada en función de los negocios que pretende desarrollar el CB. Para ello se debe desmutualizar o facilitar el acceso de muchos más inversionistas a las acciones de la bolsa aumentando el número de títulos en circulación (multiplicando cada título por 1.000, por ejemplo) y con ello disminuir el valor unitario, lo cual incrementa su liquidez.
- Una bolsa desmutualizada puede desarrollar nuevas áreas de negocios y dinamizar así el mercado. Es importante que la bolsa sea desafiante por potenciales y nuevos entrantes, lo que tenderá a que opere en forma competitiva. Para ello se debe interconectar con otros centros bursátiles y plataformas alternativas de transacción de valores.

Este informe no se pronuncia respecto a los puntos antes indicados, pero ellos no presentan inconsistencia con sus planteamientos, por lo cual podemos concluir que las proposiciones de ambos son compatibles.

5.4. Principio 3: Un mercado seguro

Este principio se desglosa en los siguientes puntos:

- Se requiere elevar los niveles de seguridad con que opera el mercado bursátil.
- Todas las operaciones de liquidación y compensación de valores se deben realizar en sistemas regulados por la SVS, independiente que sean transadas dentro o fuera de bolsa, y aplicarse tanto a los CB como a otras entidades no reguladas por la SVS.
- Se deben reforzar los estándares de los intermediarios para proveer servicios, segmentando a los CB por líneas de negocios e imponiendo mayores requerimientos patrimoniales en función del número y riesgo de las operaciones.
- Con respecto a la custodia de valores de terceros, los CB deberán dar cumplimiento a requisitos adicionales, tales como mejor inspección por los auditores externos, mayor calidad de la información proporcionada a los clientes, uso de cuentas de mandantes y mejor gestión de riesgo y controles internos. Lo anterior, debe incluir definiciones claras y sanciones ejemplarizadoras.
- Se debe contar con Sistemas de Compensación y Liquidación (SCL) seguros y eficientes, y los distintos tipos de servicios que puede ofrecer un CB se deben segmentar y reforzar las condiciones de prestación, lo que disminuirá el riesgo residual de todos los CB, en particular de los más chicos, y mejorará sus condiciones de financiamiento.

Este estudio se pronuncia respecto a todos los aspectos antes indicados, salvo las implicancias en el riesgo y financiamiento que podrían tener para los CB las mejoras de los SCL. Es por ello que las proposiciones de ambos estudios se pueden considerar coincidentes.

5.5. Principio 4: Un mercado con un nuevo esquema de autorregulación

Este principio se desglosa en los siguientes puntos:

- Define y explica las diferencias entre autorregulación, autodeterminación y desregulación.
- La entidad auto-reguladora debe ser transparente y rendir cuentas antes sus mandantes y el regulador.
- En un mercado unificado, dicha entidad también debe rendir cuentas al público en general.
- La transparencia y rendición de cuentas ante los mandantes son necesarias para

garantizar neutralidad en sus procesos y decisiones.

- La acción del regulador sobre el auto-regulador también sirve para garantizar neutralidad.
- Propone avanzar hacia una renovada y fortalecida autorregulación, considerando que el actual Comité de Autorregulación (CA) tiene limitaciones en atribuciones y autonomía presupuestaria.
- La autorregulación puede adoptar 3 enfoques: Normativa, Supervisora y Sancionadora. En Chile se ha tomado, fundamentalmente, hasta la fecha el último enfoque, que tiene en la práctica restricciones importantes: las limitadas facultades que ha recibido el CA y la carencia de autonomía presupuestaria.
- Adicionalmente a la dificultad de desarrollar una autorregulación sancionadora, subyace la dificultad que implica la imposición de sanciones entre pares, en particular en Chile es un desafío mayor dada la relativamente alta homogeneidad social de los participantes en la industria bursátil y la percepción de prevalencia de relaciones sociales cotidianas entre sus miembros. Tampoco puede descartarse que puede constituirse en una suerte de barrera de entrada “sociológica” para personas no pertenecientes a dicho grupo, por ejemplo potenciales CB de regiones.
- El desarrollo del mercado bursátil debe migrar desde una autorregulación sancionadora a una principalmente normativa y mantener lo logrado a la fecha en materia de fiscalización. El desarrollo normativo de la autorregulación se fundamenta en:
 - Acercar el aparato normativo al desarrollo estratégico de una bolsa desmutualizada, por su cercanía al mercado respecto al aparato público, en tanto que en un país como Chile el sector público tiene ventajas comparativas en ejercer más cabalmente la función de cumplimiento de la regulación.
 - La probabilidad que la bolsa de valores subinvierta en normativa es menor que la probabilidad que lo haga en sanción, debido a que la primera puede ser fuente de ingresos en tanto que la segunda es fundamentalmente un centro de costos.
 - Para que la autorregulación normativa funcione adecuadamente, se debe adoptar un único CA a nivel nacional con vocación desarrollista.
 - El desarrollo normativo se debe hacer de manera transparente y participativa hacia el mercado y el regulador.
 - Realizar una adecuada rendición de cuentas respecto a las decisiones que tome.
 - Se debe contar con el debido resguardo de los conflictos de interés que aparezcan.
- Lo anterior no obsta a que la SVS mantenga su capacidad normativa y ciertamente refuerce su capacidad supervisora y sancionadora, tanto de leyes y normas estatales como de las normas que se dote al CA. Asimismo, la SVS debe verificar la

compatibilidad de las normas emitidas por el CA con las leyes y normas administrativas de la SVS (Principio N° 7 de IOSCO).

Este informe se pronuncia respecto a las materias antes indicadas y coincide con el E5P, con la sola excepción que mientras que el E5P señala que el enfoque de aplicación de sanciones por el autorregulador adolece de deficiencias estructurales, opinamos que es deseable mantener en el autoregulador las funciones de normativa, fiscalización y sanción.

La crítica del E5P a la capacidad de sancionar del autoregulador se basan en:

- La dificultad de imponer sanciones entre pares.
- La homogeneidad social de los participantes en la industria bursátil.
- La prevalencia de relaciones sociales cotidianas entre los miembros.
- Que la facultad de sancionar puede ser utilizada como barrera de entrada “sociológica” para grupos de personas no pertenecientes a dicho grupo, y
- La probabilidad de subinversión en sanción por ser sólo un centro de costo.

Al respecto, discrepamos de los anteriores postulados por las siguientes razones:

- Reconocemos la dificultad de aplicación de sanciones entre pares cuando no hay independencia entre el sancionador y el sancionado, debido a que el primero está subordinado en forma directa o indirecta al segundo, en forma legal, financiera, de vínculos o de otro tipo. Sin embargo, el esquema que proponemos en su primera etapa es una entidad independiente de las bolsas de valores (Comité de Autorregulación de las Bolsas de Valores, CABV), con patrimonio propio, financiamiento directo por las bolsas de valores, directorio compuesto en su mayoría por directores independientes y ejecutivos del CABV no vinculados ni con negocios con los CB. En términos más generales, el grado de dificultad en la aplicación de sanciones a los CB por la CABV, SVS o cualquier otra entidad, será inversamente proporcional al grado de independencia legal y financiera de ella, al grado de independencia de los directores y ejecutivos de la entidad respecto a los CB y sus relacionados, así como de la proporción de los ingresos presentes y futuros de aquellos que se origine en estos últimos. Es por ello relevante dotar al CABV de independencia legal, financiera y de vínculos respecto a los CB con el fin de permitir la adecuada aplicación de sanciones.
- Respeto a la homogeneidad de los participantes en la industria bursátil, nuestra opinión es que ella ha disminuido fuertemente en la industria bursátil y en la actividad económica en general debido a la alta movilidad social experimentada por Chile en los últimos años. Adicionalmente, se ha dado un proceso de concentración de los CB, al igual que en casi todas las industrias, que ha llevado a disminuir el número y aumentar

el tamaño relativo de los CB, los cuales forman parte de grandes grupos financieros administrados por ejecutivos de diverso origen socioeconómico, cuyos principales clientes son inversionistas institucionales nacionales y extranjeros con obligaciones fiduciarias, y por lo tanto la “pertenencia” de dichos ejecutivos es a la industria de servicios financieros globales, sirviendo a clientes institucionales e internacionales. Adicionalmente, los CB más pequeños y tradicionales han perdido peso relativo entre los CB, han migrado hacia segmentos del mercado buscando la especialización y supervivencia y son administrados por sus empleados sin un rol vital de los socios, debido a que estos últimos han incursionado en otros negocios que visualizan como más rentables. Es justamente este proceso hacia la heterogeneidad el que ha conducido a una disminución de los costos sociales del fraude, antiguamente muy relevantes, y consecuentemente ello también ha hecho disminuir los costos sociales del sancionador. En la proposición realizada por el ETS disminuye la homogeneidad entre sancionador y sancionado porque los directores independientes del CABV son mayoría y sus empleados deben provenir del sector de servicios financiero y no pueden estar relacionados ni mantener vínculos comerciales con los CB.

- La prevalencia de relaciones sociales cotidianas entre los miembros se vincula estrechamente con la homogeneidad de los participantes. La disminución de dicha homogeneidad también conlleva que las relaciones cotidianas entre los miembros se limiten más bien al trabajo y no se extienden al ámbito familiar y social. Adicionalmente, un directorio y administración independiente del CABV, así como un financiamiento independiente y localización diferente, dificultará en gran medida estas relaciones y limitará la probabilidad que ellas signifiquen un riesgo. También podemos señalar que hoy prevalecen relaciones cotidianas entre la Unidad de Intermediarios de Valores de la SVS y los CB, con el fin de regular, fiscalizar y sancionar, las cuales pueden derivar en una relación riesgosa que dificulte la aplicación de sanciones. En definitiva, opinamos que la existencia de las relaciones ha disminuido, y que más importante que éstas es el grado de independencia que presente el sancionador respecto a los CB.
- Respecto a que pudiera utilizarse la capacidad de sanción del CABV sobre los CB como una barrera “sociológica” en lo que se refiere al ingreso al negocio de CB de grupos fuera del de referencia, no se presentan argumentos al respecto y sólo se enuncia. Opinamos que si se quisiese excluir a personas fuera del grupo de referencia (lo que no nos parece claro), el mejor mecanismo es usar la regulación (estableciendo condiciones difíciles de cumplir los que no pertenezcan al grupo), y no una vez autorizados para ejercer como CB, debido a que satisfacen los requisitos normativos. En definitiva, nos cuesta pensar que la unidad de sanción se encargaría de excluir a CB ya aceptados, por el sólo hecho de no pertenecer al grupo de referencia, considerando el notable mayor

costo de todo tipo que presenta la persecución de sanciones versus establecer condiciones difíciles de cumplir para CB que no pertenecen al grupo de referencia.

- Respecto a la probabilidad de subinversión en la unidad de sanción por ser sólo un centro de costo respecto a la unidad normativa que podría generar ingresos, opinamos que esta última también es un centro de costos y tampoco genera ingresos relevantes. Lo anterior, debido a que la normativa está disponible gratis en el sitio Web de las bolsas y por lo tanto no genera ingresos, salvo las asesorías internacionales que se pudiesen realizar en materia regulatoria pero seguramente también requerirán información sobre la experiencia en fiscalización y sanción, por lo cual es difícil que se pueda vender la normativa como producto independiente. La unidad de sanción es un centro de costo pero también de beneficio, considerando lo recién señalado, así como la aplicación de multas en dinero que ella realiza. Al respecto, muchas entidades de autorregulación a nivel internacional generan parte importante de sus ingresos a través de las sanciones que aplican, lo cual alinea los intereses de todos los participantes del mercado respecto al cumplimiento de la normativa.

En consecuencia, analizados y rebatidos los argumentos esgrimidos en el E5P, nos parece que la unidad de sanción del CABV tiene un papel relevante que cumplir, hacer cumplir la normativa y dar sentido y utilidad a la fiscalización que realice, con el fin de disciplinar a los CB y al mercado. Sin perjuicio de lo anterior, debido a que el CA es una entidad con poca historia es razonable esperar que la SVS tenga dudas respecto a su éxito, a pesar que la unidad de sanción del CA se ha ganado un merecido respeto sancionando las conductas impropias de los CB, con las limitadas atribuciones de que hoy dispone.

Es por ello razonable que el CABV comience su operación con la aplicación de las sanciones que hoy son responsabilidad de las bolsas de valores y a medida que esta entidad vaya mostrando resultados exitosos, la SVS seguramente estará más dispuesta a transferirle mayores funciones de sanción. Adicionalmente, la SVS deberá seguir cumpliendo el fundamental rol de sancionador de las violaciones a las leyes y normativas bajo su responsabilidad, el que se complementa muy bien con el que debe desempeñar el CABV, tal como lo ha demostrado en EUA la exitosa experiencia del NASD y NYSE Regulations, y ahora FINRA, en esta materia. Es por ello que la SVS no debería tener dudas respecto a que ampliando el ámbito, recursos y atribuciones del CA, y regulando adecuadamente los conflictos de interés que se pueden generar, cumplirá un rol relevante en el proceso de sancionar las conductas impropias de los CB.

Respecto al rol de regulación y fiscalización del CA, el E5P no plantea inquietudes ni dudas,

por lo cual coincidimos plenamente respecto a la importancia de su puesta en práctica.

5.6. Principio 5: Un mercado de altos estándares de gobierno corporativo.

Este principio se desglosa en los siguientes puntos:

- El diseño del gobierno corporativo debe resolver adecuadamente los conflictos de interés que se presenten.
- Debido al problema del agente-principal en la actual bolsa y en una desmutualizada, se debe promover un adecuado ejercicio del control.
- Se deben incluir directores independientes, con el fin de mitigar los conflictos de interés y representar a terceros usuarios de un mercado unificado.
- Se pueden presentar los siguientes potenciales conflictos de interés en una bolsa desmutualizada:
 - Privilegiar la maximización del negocio versus la regulación, debido a que esta última es sólo una causal de coste para la bolsa.
 - La administración de la regulación puede afectar los intereses de los miembros, clientes y operadores.
 - Regulación de los competidores de la bolsa, debido a que un miembro puede pretender competir con los servicios prestados por la bolsa.
 - Listarse en su propia bolsa, debiendo cumplir ella con los requisitos establecidos para otros emisores.
- Existen varias alternativas para manejar estos conflictos de interés:
 - Transferir la autoridad reguladora a una entidad autónoma que no tenga conflictos de interés, como la SVS o una que está separada de la bolsa como FINRA en EUA.
 - Combinación de gobierno corporativo en la bolsa que maneje los conflictos de interés y un tipo de regulación inversamente proporcional a la calidad de dicho gobierno corporativo.
 - El gobierno corporativo debería considerar la presencia de directores independientes (al menos 2/7), comités de regulación y supervisión, y restricciones a la concentración accionaria.

El presente estudio plantea en general soluciones similares a las de este estudio, por lo cual se puede concluir que respecto a este principio no hay incompatibilidad entre ellos. También se presenta coincidencia respecto a que un CA con un adecuado gobierno corporativo, atribuciones claras y el poder necesario para establecer y hacer cumplir la norma, generará un balance apropiado entre dichos elementos y el grado de iniciativa y poder que le reconocerá la SVS.

6. ANEXOS

Anexo 1: Instituciones de Auto regulación en EEUU

Para poder operar los brokers-dealers (BD) en EUA deben cumplir los siguientes requisitos:

- a) Haber presentado a la SEC el formulario BD y que ella haya aceptado su registro.
- b) Haber postulando mediante el formulario BD y haber sido aprobado como miembro de una Self-Regulatory Organization (SRO), tal como FINRA o la bolsa de valores donde operará, si ella no está en el ámbito de FINRA.
- c) Haber sido aceptado como miembro de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC).
- d) Haber cumplido con todos los requisitos establecidos por el regulador financiero de cada uno de los estados en los cuales operará. Cada regulador estatal tiene sus propios requerimientos y se encuentran asociados en la North American Securities Administrators Association, Inc. (NASAA)
- e) Que las Associated Persons (AP) (empleados, ejecutivos) hayan cumplido satisfactoriamente con los requisitos de calificación y conocimiento exigidos por la SRO pertinente.

Las SRO asisten a la SEC en la regulación de las actividades de los BD. FINRA y las bolsas de valores relevantes, denominadas nacionales, son todos SRO. Si un BD restringe sus transacciones a la bolsa de valores en la cual es miembro y cumple ciertas otras condiciones, se requiere que sólo sea miembro de esa bolsa de valores. Si en cambio realiza transacciones de instrumentos en otros mercados, además de la bolsa de valores en la cual es miembro, u operaciones Over-The-Counter (OTC), debe ser miembro de FINRA.

Los BD que realizan transacciones con instrumentos emitidos por municipalidades deben cumplir con las reglas del Municipal Securities Rulemaking Board (MSRB), una SRO que regula las operaciones de transacción en dichos instrumentos, pero que no fiscaliza ni penaliza el incumplimiento de dichas reglas, siendo realizada dicha tarea por FINRA y la SEC, en el caso de los BD, y los reguladores bancarios federales y la SEC, en el caso de los bancos.

El formulario BD antes indicado, sirve tanto para solicitar el registro en la SEC como la membresía en una SRO o una bolsa de valores nacional, informar sobre las transacciones con instrumentos del gobierno de EUA y solicitar el registro en el estado en el cual realizará transacciones. Dicho formulario es administrado por la Central Registration Depository (CRD), subsidiaria de FINRA, y requiere información sobre la

experiencia y carrera del BD, sus socios principales, personas controladoras y empleados. La SEC no cobra por este proceso, pero las SRO sí lo hacen. El registro en la SEC es condicional a que el BD sea aceptado como miembro de una SRO. Un BD debe mantener su formulario BD actualizado, lo cual debe hacer cada vez que ocurran hechos que lo desactualicen.

Todo BD registrado en la SEC debe ser miembro de la SIPC, salvo que su negocio principal sea realizado fuera de EUA o consista exclusivamente en la venta o distribución de cuotas de fondos de inversión (Investment Companies), variable annuities (rentas vitalicias variables), o seguros. Cada BD debe pagar una cuota anual a la SIPC, con lo cual se le asegura a cada cliente de un BD miembro la devolución de su dinero e instrumentos en el caso de quiebra o liquidación, hasta la cantidad de US\$ 500.000 por cliente.

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY, INC. (FINRA)

FINRA es una SRO creada como institución independiente y sin fines de lucro en Julio de 2007, con financiamiento propio a través de las cuotas de sus miembros y las multas monetarias aplicadas; producto de la fusión de la National Association of Securities Dealers (NASD) y las funciones de regulación, fiscalización, sanción y arbitraje del New York Stock Exchange (NYSE) sobre las operaciones de los Brokers/Dealers (BD) que operaban en ella (NYSE Regulation). Cabe destacar que este proceso no ha finalizado aún, teniendo un 70% de avance al 31 de diciembre de 2008, cumpliéndose el plazo para hacerlo en julio de 2010. En consecuencia, están aún en operación las normas del NYSE Regulation y NASD que no han sido fusionadas en las FINRA Rules. También FINRA cumple funciones de regulación de los BD que operan en el Nasdaq Stock Market, NYSE Amex, Internacional Securities Exchange y Chicago Climate Exchange. También regula y opera el mercado de instrumentos financieros que opera OTC.

FINRA regula a unos 4.900 BD y 660.000 AP de dichos BD, que sirven a un universo de 90 millones de inversionistas en EUA.

El directorio de FINRA está compuesto por entre 16 y 25 directores (Governors), y el número de directores independientes (Public Governors), es decir no relacionados a BD y elegidos por el Board entre candidatos presentados por el Nominating Committee, debe exceder el número de directores representantes de la industria de BD (Industry Governors). El directorio estará compuesto por el CEO, un número variable de directores independientes, 1 director del NYSE, 1 director relacionado a Dealer/Insurance, 1

relacionado a los Fondos de Inversión (Investment Company), 3 directores representantes de BD de tamaño pequeño, 1 de BD de tamaño medio y 3 de BD de tamaño grande.

Las AP de un BD son cualquier socio, oficial, director, gerente de sucursal o empleado de un BD, cualquier persona cumpliendo similares funciones, o cualquier persona que controla, es controlada por o está bajo control común por el BD. El BD debe llenar el formulario U-4 de la SRO respectiva para cada una de las AP que van a realizar transacciones con instrumentos al momento de ser contratada o convertirse en asociada esa persona. Dicho formulario registra los individuos y sus empleos anteriores, así como sanciones recibidas. Toda AP involucrada en la transacción de instrumentos debe cumplir con requerimientos de calificación, los cuales incluyen pasar satisfactoriamente los exámenes de la respectiva SRO que regule al BD. También existe un examen especial para los asistentes de representantes, en tanto que el personal supervisor y el involucrado en actividades especializadas tales como option trading, debe rendir exámenes adicionales que cubren esas áreas específicas. Cada uno de los estados de EUA, en forma individual, ha establecido requerimientos de registro y licencia para los AP, adicionales a los antes indicados.

El objetivo principal de FINRA es lograr mercados financieros justos, actuando como defensor del inversionista con el fin de evitar fraudes y malas prácticas. Para ello debe:

- a) Registrar a los BD: FINRA opera el sistema CRD, que es el sistema central de registro y licencia para la industria de los BD en EUA y sus reguladores (SEC, NASAA, etc.). Contiene los registros de licencia de más de 6.800 BD y las historias de calificaciones y empleos de más de 660.000 AP de ellos, haciéndola el sistema de registro y reporte online más sofisticado y grande del mundo.
- b) Administrar el sistema de registro de los Investment Advisers (IA): El Investment Adviser Registration Depository (IARD) es un sistema de registro electrónico de los IA, de revisión regulatoria por la SEC y entrega de información de la firmas de IA. FINRA es el desarrollador y operador de este sistema, de acuerdo con los requerimientos de sus patrocinadores: SEC y NASAA, en conjunto con el Consejo Asesor de la Industria de IA que representa a las firmas de dicha industria. Cabe destacar que FINRA, no lleva a cabo, actualmente, ninguna función de regulación ni supervisión de dicha industria, pero el proyecto de reforma de la regulación financiera presentado por el Presidente Obama en junio de 2009 incorporará a los IA al ámbito regulatorio de FINRA, corrigiendo una falencia regulatoria relevante que genera arbitraje en contra de los BD.
- c) Someter permanentemente a las AP a exámenes de calificación y de educación.
- d) Establecer regulaciones para los BD y sus AP a través de FINRA Regulation Inc.

- e) Fiscalizar y sancionar el incumplimiento por los BD de las regulaciones establecidas por FINRA y MSRB. Colaborar con la SEC en la detección del incumplimiento de las leyes federales.
- f) Llevar a cabo revisiones periódicas e investigaciones sobre actividades sospechosas y demandas de los clientes.
- g) Fiscalizar y aplicar acciones disciplinarias a los BD y sus AP, tales como multar, suspender de la actividad o expulsar de FINRA al BD y sus AP, impidiéndoles en el futuro desarrollar actividades en este mercado, así como, frecuentemente, obligar al BD a la restitución de los fondos o instrumentos de los inversionistas afectados.
- h) Proveer al mercado de una completa base de datos online vía Internet, en base al CRD, sobre los BD y sus AP (BrokerCheck).
- i) Regular que toda la información publicitaria, de los sitios WEB, folletos de venta y comunicaciones, se presente en forma balanceada, justa y que no induzca a error.
- j) Monitorear qué ocurre en el mercado de acciones, bonos y opciones en las bolsas de valores que regula, así como en el mercado OTC.
- k) Administrar el foro más grande de EUA para resolver disputas sobre instrumentos entre los inversionistas y los BD, a través de FINRA Dispute Resolution Inc.
- l) Ofrecer una amplia gama de cursos educacionales gratis para los inversionistas con el fin de aumentar su conocimiento del mercado y de los principios del ahorro y la inversión, así como de los mecanismos de engaño y estafa usados en el mercado. Esto lo realiza a través de FINRA Investor Education Foundation, que es la fundación más grande de EUA en su tipo.
- m) Asegurar que cada instrumento financiero promocionado o vendido a un inversionista es adecuado a sus necesidades y perfil.
- n) Asegurar que cada inversionista reciba información completa y transparente sobre cada instrumento financiero antes de ser adquirido.
- o) Entregar amplia información gratis vía Internet sobre las características y rendimiento de los bonos de todo tipo de emisores de EUA (MarketData), así como el impacto de las comisiones cobradas por la inversión en cuotas de fondos mutuos. (Fund Analyser)
- p) Entregar alertas al mercado vía el sitio Web de FINRA sobre instrumentos sospechosos de constituir un fraude.

Normativa FINRA (Incluye las NASD Rules y algunas NYSE Rules)

A. Reglas para la Membresía y el Registro (NASD)

- B. Obligaciones y conflictos:* Transacciones con los Clientes, Estándares de comercio y principios de transacción, Comunicaciones y entrega de información, Productos especiales (Opciones, Warrants, Fondos de Inversión, Futuros, etc.)
- C. Supervisión y Responsabilidades de las AP:* Toda persona relacionada con un BD miembro de FINRA que esté involucrada en el negocio de transacción de valores, incluyendo socios, ejecutivos, directores, gerentes de sucursales, supervisores de departamentos y personal de ventas, se debe registrar en FINRA.
- D. Reglas financieras y operacionales.*
- E. Oferta de Instrumentos, Estándares de transacción y Prácticas.*
- F. Reporte de Ofertas y Transacciones.*
- G. Clearing, Transacción y Orden de los datos. Comisiones por uso de las instalaciones.*
- H. Investigación y Sanciones.*
- I. Código de Procedimiento.*
- J. Códigos de Arbitraje y Mediación.*
- K. Reglas de Conducta:* Conducta de negocios y Responsabilidad respecto de las AP (NASD):
- *Práctica Limpia:* Las SRO y en particular los miembros de FINRA deben cumplir con la regla NASD de Práctica Limpia, la cual requiere que el BD observe altos estándares de honor comercial y principios de transacción justa y equitativa en sus negocios. FINRA fiscaliza el cumplimiento de esta práctica que está en proceso de inclusión entre las FINRA Rules.
 - *Requerimiento de Instrumento Apropriado:* Las SRO y en particular FINRA tiene entre sus normativas la NASD Rule 2310, en proceso de incorporación a FINRA Rules, que ha sido interpretada como una obligación bajo las normas federales sobre instrumentos. Un BD debe tener un fundamento razonable y adecuado para cualquier recomendación sobre un instrumento que realice a un cliente.
 - *Obligación de la mejor ejecución:* Los miembros de FINRA deben desplegar una razonable diligencia para determinar el mejor mercado para un instrumento y la compra y venta de instrumentos en él, de tal forma que el precio para el cliente sea lo más favorable posible, considerando las condiciones que prevalen en el mercado.
 - *Restricciones sobre transacciones privadas de instrumentos:* La NASD Rule 3040, en proceso de inclusión en FINRA Rules, establece que ningún AP de un BD miembro puede participar de alguna forma en una transacción privada de instrumentos.
 - *Regulación de Analistas:* La conducta de los analistas es regulada por la NASD Rule 2711 y la NYSE Rule 472, las que establecen restricciones sobre la compensación de los analistas, actividades de entrenamiento e involucramiento en actividades de

investment banking. También establecen requerimientos sobre la difusión de los informes sobre research y las presentaciones en público.

- *Entrega de Información:* Los BD miembros deben informar a FINRA, en forma simultánea a la SEC, sobre el cumplimiento de los requisitos de Capital Neto, mantención de libros y diversos problemas operacionales, así como en algunos casos entregar informes detallados sobre dichos problemas cada cierto período de tiempo.
- *Huellas digitales:* Los BD miembros deben entregar las huellas digitales de los AP, de acuerdo con un detallado procedimiento establecido por FINRA, para su posterior envío al FBI y al Fiscal General de EUA.
- *Lavado de Dinero:* Las NASD Rule 3011 y NYSE Rule 445 requieren que los BD tengan implementados programas anti lavado de dinero, aprobados por un ejecutivo de alto rango que esté también designado para verificar su cumplimiento. Dichos programas deben establecer e implementar políticas para detectar y permitir el reporte de transacciones sospechosas, el cumplimiento de la Ley de Secreto Bancario, así como llevar a cabo programas de entrenamiento en estas materias.
- *Planes de contingencia:* Mediante las NASD Rule 3510 y NYSE Rule 446 se requiere que cada BD miembro establezca y mantenga planes de contingencia para asegurar la continuidad sobre elementos especificados en la normativa, así como la entrega a la SRO de la información sobre los contactos en el BD en caso de emergencia.

L. *Reglas de Procedimientos:* Traspaso de los Instrumentos (NASD).

Cumplimiento con FINRA

Los BD están sujetos a revisión por la SEC y las SRO, tales como FINRA. En particular, esta última entidad, generalmente, inspecciona los BD durante los primeros seis meses de su registro con respecto al cumplimiento de la reglas de responsabilidad financiera. Durante todo el primer año de su registro también fiscaliza el cumplimiento de otros requerimientos regulatorios.

Asimismo, FINRA controla el cumplimiento de su propia normativa y aplica multas por su incumplimiento, tanto monetarias como personales, incluyendo la expulsión del miembro y el veto para desarrollar cualquier actividad de BD, así como el traspaso a la SEC de todos los antecedentes en el caso de violación de leyes federales.

Entre los principales programas y métodos para verificar el cumplimiento de la normativa, se encuentran los siguientes:

- a) Los BD miembros deben reportar a FINRA ciertos eventos específicos, también conocidos como "Informe de los Diez Eventos", relacionados a faltas de los AP o del BD, de acuerdo con la NASD Rule 3070(a) y NYSE Rule 351(a), así como reportar a FINRA información estadística y otra relacionada a los juicios de los clientes, de acuerdo con la NASD Rule 3070(c) y NYSE Rule 351(d). Estos requerimientos son adicionales a los establecidos respecto al envío de los Formularios U4, U5 y BD.
- b) A partir del 30 de Junio de 2008, las firmas deben reportar sus posiciones cortas de intereses en todo tipo de instrumentos, incluyendo acciones en NASDAQ, NYSE Alternext US LLC, (ex - American Stock Exchange), NYSE, NYSE Arca y OTC, a través de un informe quincenal vía Web a través del sistema Regulation Filing Applications (RFA).
- c) Advertising Regulation Electronic Files (AREF) es un sistema de aplicación Web que permite a los BD miembros de FINRA enviar para la revisión por el Advertising Regulation Department de FINRA. Además, los BD miembros pueden utilizar AREF para ver, imprimir y guardar cartas de dicho departamento respecto a comunicaciones enviadas para su revisión. También pueden subir en tiempo real información sobre sus comisiones a través de AREF.
- d) Regulation M: Como parte del programa de FINRA para monitorear las firmas con respecto al cumplimiento de la Regulation M de la SEC, el Departamento de FINRA Market Regulation revisa las transacciones y asignaciones OTC de compras prohibidas, ventas o intentos de ventas o compras durante el período de restricción y las ventas cortas prohibidas durante los 5 días antes del pricing de la oferta.
- e) Regulation T/SEA 5c3-3 Requisitos de Extensión de Plazo: La Regulation T del Federal Reserve Board y la SEA Rule 15c3-3 de la SEC, otorgan la posibilidad de extensión cuando los inversionistas no han cumplido, en el plazo de 5 días hábiles desde su compra, con su obligación de pago de los instrumentos adquiridos. Este procedimiento se debe realizar a través del sitio Web de FINRA.
- f) NASD Rule 3012: Debe ser informada a FINRA cualquier modificación en los sistemas de supervisión y control que lleven a cabo los BD miembros.
- g) De acuerdo con la SEA Rule indicada en cada caso, deben ser informados los siguientes hechos:
 - Rule 15c3-1(e) Retiros de capital.
 - Rule 15c3-3(i) Cuenta especial de reserva bancaria.
 - Rule 17a-4(f)(2)(i); Medios de almacenamiento electrónico.
 - Rule 17a-

4(f)(3)(vii)

Rule 17a-5(f)(4) Reemplazo de personal contable.

Rule 17a-11(b) Deficiencia de Capital Neto.

Rule 17a-11(c)(1) Endeudamiento agregado en exceso de 1.200 % del Capital Neto.

Rule 17a-11(c)(2) Capital Neto es menor al 5 % de los ítems de débito agregado.

Rule 17a-11(c)(3) Capital Net es menor que el 120 % del monto requerido mínimo de capital.

Rule 17a-11(d) Fallas en la producción y mantención de registros en los libros.

Rule 17a-11(e) Sistemas inadecuados: Contables, controles internos, prácticas y procedimientos.

h) NASD Rule 2711: Constancia anual de Cumplimiento.

i) FOCUS: El sistema Financial and Operational Combined Uniform Single (FOCUS) permite a los BD miembros enviar a FINRA en forma electrónica sus Reportes Financieros y Operacionales Combinados Uniformes, de acuerdo con la SEC Rule 17a-5.

j) Corporate Offerings Business Regulatory Analysis (COBRADesk): Es el sistema utilizado por los BD miembros que envían vía Internet información sobre ofertas públicas al Departamento de Financiamiento Corporativo de FINRA, de acuerdo con lo requerido por la NASD Conduct Rule 2710 (Corporate Financing Rule).

k) IPO Distribution Manager: Esta aplicación basada en Web facilita la transmisión de información sobre el IPO desde el underwriter a FINRA.

l) Firm Gateway: Los BD que mantengan cuentas, realicen el clearing de transacciones o actúen como intermediarios para facilitar el clearing de las cuentas a través de otra firma, deben informar su método de clearing y acuerdos a través de este sistema, que provee a las firmas un acceso consolidado a las aplicaciones FINRA.

m) Member Private Offerings (MPO): La FINRA Rule 5122 establece que las firmas miembros deben enviar el informe de Private Placement, term sheet u otro documento de la oferta, al Departamento de Finanzas Corporativas de FINRA, antes o en conjunto con la entrega por primera vez de dicho documento al respectivo inversionista.

n) Report Center: Este centro provee a las firmas miembros de FINRA de acceso seguro a datos e informes diseñados para sostener sus actividades de cumplimiento con la normativa. La información de este centro tiene por objeto ayudarlas en la detección temprana de problemas en las entrega de información y a identificar áreas en que pueden mejorar.

o) 3070 Report Card: Las Report Card permite a las firmas miembros de FINRA ver el número y el % de entregas de información a través del FINRA Filing Application, en

cumplimiento de la NASD Rule 3070(a) y (b) referente a la entrega de información. También permite verificar como estos antecedentes se comparan con los de otras firmas y con el consolidado de la industria. La información de la Report Card es generada en base mensual.

- p) MSRB G-36 Report Card: Este report card fue creado para las firmas miembro que hacen underwriting de instrumentos emitidos por municipalidades. Provee información cuatrimestral sobre el cumplimiento de la Municipal Securities Rulemaking Board (MSRB) Rule G-36, que establece una entrega de información completa y a tiempo sobre el underwriting de nuevas emisiones o de las que han sufrido cambios.
- q) Risk Monitor Report: Permite a las firmas miembros ver los datos enviados a FINRA relativos a las actividades de transacciones, deudas, juicios y quejas de los clientes. Este reporte no está diseñado para evaluar el cumplimiento de una firma con respecto a una regla en particular, sino que examinar tendencias que podrían indicar áreas potenciales de riesgo, pero no necesariamente son indicativas de una violación de reglas.
- r) Web CRD Late Filing Fee Report: Este informe muestra si una firma ha enviado los archivos U4 y U5 en el período de tiempo requerido. Se entrega en base mensual y permite evaluar y monitorear el cumplimiento de las obligaciones de información de los estatutos y normativas de FINRA.
- s) Order Audit Trail System (OATS): FINRA ha establecido este sistema de auditoría de las órdenes colocadas, lotes patrón, e información de las transacciones de acciones en Nasdaq y OTC. FINRA usa este sistema para recrear los eventos ocurridos en el ciclo de vida completo de una orden y monitorear las prácticas de transacción de los BD miembros. Bajo la FINRA Rules 7410 - 7470, las firmas miembros deben desarrollar medios electrónicos para capturar y reportar a OATS datos específicos relacionados con el manejo y ejecución de órdenes, incluyendo su hora de realización.
- t) Equity Report Cards: Estos informes permiten a cada firma verificar el cumplimiento de las reglas básicas de transacciones de acciones relacionadas al **Order Audit Trail System (OATS)**, mejor ejecución, órdenes de mercado con plazo indefinido, reporte de transacciones, regulación sobre transacciones a través del National Market Systems (NMS) y NASDAQ Market Center.
- u) Trade Reporting and Compliance Engine (TRACE): Este sistema es utilizado para enviar el informe obligatorio sobre las transacciones en el mercado secundario OTC de instrumentos elegibles de renta fija. Todos los BD miembros de FINRA tienen la obligación de informar las transacciones en bonos corporativos a TRACE, según normas establecidas por la SEC.

- v) TRACE Quality of Markets Report Card: Este report card, publicado mensualmente, muestra el número de transacciones atrasadas que el miembro de un BD ha reportado al Trade Reporting and Compliance Engine (TRACE). Este informe incluye el comportamiento de la industria y de los grupos de referencia.
- w) Uniform Practice Code (UPC): Corresponde a un conjunto de reglas, interpretaciones y explicaciones destinadas a uniformar, en lo posible, costumbres, usos, prácticas y técnicas de transacción en el mercado de investment banking e instrumentos, especialmente con respecto a aspectos operacionales y de liquidación. Ellos incluyen aspectos como: términos de transacción, entrega, pago, dividendos, derechos, intereses, reclamaciones, intercambio de confirmaciones, impuesto de timbres, reclamos, asignaciones, poder de sustitución, cómputo de intereses y precios base, comisiones de transferencia, saldos pendientes, etc. Con ello se ha simplificado y facilitado las transacciones en el día a día de los miembros, eliminando las disputas de negocios y los malos entendidos, que surgen de la incertidumbre y falta de uniformidad en esas materias.
- x) Regulation NMS: Ella estableció reglas relevantes para modernizar y fortalecer la regulación del mercado de acciones y alineó las NASD Rules con la Regulation NMS, de tal forma que se facilita la supervisión y mejora la transparencia.

Arbitraje

Los BD miembros de FINRA deben someter a arbitraje las disputas con sus clientes, si el cliente así lo solicita, de acuerdo con la NASD Code of Arbitration Procedure for Customer Disputes.

NYSE REGULATION, INC. (NYSER)

NYSE Regulation (NYSER) es una institución sin fines de lucro y subsidiaria de NYSE Euronext dedicada a fortalecer la protección de los inversionistas y la integridad del mercado. NYSE Euronext es el único dueño de New York Stock Exchange LLC, que opera a través de dos subsidiarias controladas totalmente por ella: NYSE Market, Inc. y NYSE Regulation, Inc. El CEO de NYSER reporta sólo a su directorio, el cual está compuesto por: 6 directores no relacionados al directorio ni a la organización del NYSE Euronext; 3 directores que sí son directores de NYSE Euronext, y un Management Director que sirve como CEO de NYSER. El CEO de NYSE Euronext no puede ser director de NYSER y el directorio de NYSER no reporta al CEO de NYSE Euronext.

NYSER cumple funciones de regulación para el New York Stock Exchange (NYSE) y el NYSE Arca, estando compuesto de tres divisiones:

- Supervisión del mercado: Monitorea las actividades de trading e investiga los abusos en las transacciones de los BD miembros dentro de bolsa (Floor) y fuera de bolsa.
- Sanción: Investiga y sanciona con medidas disciplinarias.
- Cumplimiento por las empresas listadas: Verifica que las empresas listadas en ambas bolsas cumplan sus estándares financieros y de gobiernos corporativo como emisores listados.

NYSER estableció regulaciones detalladas para la operación de los BD miembros del New York Stock Exchange y NYSE Arca, en tanto que otras normas establecen el cumplimiento de estándares de primera calidad de transparencia y accountability financiero y corporativo para las empresas listadas. Como una SRO, el NYSE establece sus estrictas reglas propias y códigos de conducta. La violación de ellas y de las leyes federales sobre instrumentos son perseguidas por NYSER a través de su división de Sanción, o referida a FINRA, la SEC o el Fiscal General. Cada BD miembro de la bolsa debe cumplir con rigurosos estándares y sus empleados encontrarse altamente entrenados, siendo obligatorio para las firmas monitorear el cumplimiento de las reglas aplicables y de las posibles violaciones. NYSER examina las organizaciones miembros del NYSE para determinar si los requerimientos se cumplen y trabaja con otras entidades del sector público y privado, tales como la SEC, el Fiscal General, etc. NYSER participa en la Intermarket Surveillance Group, un grupo de entidades domésticas y extranjeras que comparten información regulatoria y financiera.

Las normas de NYSER son aplicadas a los BD miembros, así como a los representantes de ellas, tanto pasados como presentes y están diseñadas para proteger a los inversionistas y fortalecer la negociación justa con los clientes.

Market Surveillance

La división del NYSER de Market Surveillance monitorea las transacciones de los instrumentos listados en el NYSE por BD miembros tanto en bolsa (Floor) como fuera de ella. Usando sofisticada tecnología y sistemas de patrones de reconocimiento, el staff investiga abusos en las transacciones, recomienda acciones disciplinarias formales e informales, y refiere las materias a la división de sanción (Enforcement) de NYSER o a la SEC, para las materias fuera de la jurisdicción de NYSER.

Según un acuerdo de Septiembre de 2008, suscrito con 10 bolsas de valores de EUA, también es responsable por la detección e investigación de posibles transacciones con información privilegiada (insider trading) de emisores de EUA listados en el NYSE, NYSE Arca y NYSE Amex, no importando en qué mercado de EUA ocurran las transacciones.

Cuando Market Surveillance detecta un posible insider trading que involucre a empleados u ejecutivos de una compañía listada, refiere el caso a la SEC. Si el caso es llevado por la SEC o el Fiscal General, Market Surveillance puede proveer su experiencia, información de transacciones y su opinión, si es requerida por la SEC.

Áreas adicionales en que se enfoca Market Surveillance:

- a) Manipulación del mercado.
- b) Incumplimiento de obligaciones fiduciarias.
- c) Violación de la responsabilidad como agente y de las reglas de protección del inversionista.
- d) Falla de los BD especialistas en mantener un mercado justo y ordenado para los instrumentos y productos listados.
- e) Violación de las reglas que gobiernan las transacciones en bolsa de los BD miembros y procedimientos de remate.

Market Surveillance también tiene responsabilidades por:

- a) Educación de los BD miembros y entrenamiento de los empleados que transan en bolsa.
- b) Evaluación del rendimiento de los especialistas.
- c) Cooperación entre los mercados.
- d) Desarrollo de reglas regulatorias.
- e) Implementación de políticas de la bolsa sobre localización de instalaciones.

Enforcement

La división Enforcement de NYSE investiga y persigue violaciones de las NYSE Rules, leyes federales y sus regulaciones aplicables que ocurren en o a través de los sistemas e instalaciones del New York Stock Exchange.

Los casos de Enforcement surgen de fuentes que incluyen referencias recibidas vía Internet, demandas de inversionistas, investigaciones de BD miembros y referencias entregadas por la SEC.

Los tipos de casos pueden incluir:

- a) Falla en la cooperación.
- b) Finanzas/Operaciones.
- c) Información privilegiada. (Insider Trading)
- d) Manipulación de mercado.
- e) Mala administración de operaciones dentro de bolsa.
- f) Registro/Calificación.
- g) Violación de ventas cortas.
- h) Violación de la supervisión.
- i) Deficiencias en los registros y libros.
- j) Otras prácticas de transacción abusivas.

Las sanciones van desde una censura o multa a una suspensión o expulsión. Las acciones disciplinarias se aplican después que la Oficina de Audiencias del Directorio (*Office of the Hearing Board*), una división independiente de NYSER, toma una decisión disciplinaria. Las apelaciones de las decisiones del Hearing Board se deben hacer al directorio de NYSER y después a la SEC, la Corte de Apelaciones y la Corte Suprema de EUA.

Risk Group

El Risk Group tiene dos misiones centrales:

- Evaluar los riesgos internos relacionados a supervisión y otros procesos llevados a cabo por varias divisiones de NYSER.
- Identificar, describir y analizar el mercado y los desarrollos de la industria y de éste, que podrían tener un impacto adverso en la operación o reputación del NYSE Group o NYSER.

Las misiones son llevadas a cabo a través de un programa que consta de tres partes:

- Revisión de las evaluaciones de riesgo de supervisión.
- Revisión de las evaluaciones de riesgo interno de las divisiones, departamentos y procedimientos de NYSER.
- Revisión de las proyecciones de riesgos externos que podrían tener un impacto adverso en la reputación u operación de los mercados del NYSE y NYSER.

Las áreas en que se enfoca incluyen:

Revisión de la Supervisión: Evaluar y monitorear la calidad y efectividad de los programas de supervisión de la división NYSE Market Surveillance y de NYSE Arca Equities/Options. Esto incluye una revisión de la lógica de la supervisión, diseño y procedimientos, así como evaluaciones permanentes del impacto en las prácticas de mercado, regulación, tecnología y mercados. El Risk Group también estudia posibles espacios no regulados y riesgos que pueden ser enfrentados mediante un plan de acción que puede ser desarrollado por el supervisor.

Evaluación de Riesgos Internos: Evaluación de la eficacia de varias actividades, programas y procesos de los departamentos y divisiones de NYSE.

Procesos de los Negocios y Tecnología: Revisión de los procesos de los negocios y tecnología, y análisis de los flujos y espacios no regulados de los procesos que conducen a la identificación de mejoras en ellos, así como aspectos no cubiertos y riesgos.

Desarrollo de Planes de Acción: Trabaja con los BD con el fin de desarrollar planes de acción con el fin de atacar aspectos y falencias identificadas y mitigar potenciales riesgos.

Riesgos Externos Emergentes: Monitorea e identifica riesgos externos emergentes que podrían tener un impacto adverso en la operación y reputación del NYSE Group y NYSE. El grupo consulta regularmente con el Comité Consultivo de Riesgo (Risk Advisory Committee), compuesto por representantes de varios segmentos de la industria de servicios financieros, para monitorear los riesgos externos. Evalúa mitigantes de riesgos identificados, a través de informes de la industria y revisiones de la industria con otros reguladores.

LA CRISIS SUBPRIME Y LA AUTOREGULACIÓN EN EUA

Es interesante que el sistema de autorregulación de los corredores de bolsa de los Estados Unidos de América (EUA) no ha sufrido críticas ni enfrentado problemas relevantes durante la crisis que estamos viviendo, más bien es de los pocos sistemas de regulación que no han sido gravemente afectados por ella. Cabe destacar que la crisis indicada se gestó producto de los abultados flujos de capital de los países excedentarios que fluyeron a los países deficitarios, en particular EUA y el Reino Unido (RU), lo cual produjo una caída

en el rendimiento de los activos financieros tradicionales y debido a la abundancia de liquidez y bajos retornos el mercado buscó nuevos instrumentos que “pareciendo” de bajo riesgo otorgaran mayores retornos. Lo anterior se logró a partir, principalmente, del mercado inmobiliario que ante bajas tasas de interés se expandió en forma importante y generó una enorme cantidad de instrumentos que fueron securitizados y clasificados como de muy bajo riesgo, por lo cual los bancos los mantuvieron en cartera propia, muchas veces fuera de balance para no deteriorar sus indicadores de capitalización, como mecanismo para mejorar sus retornos. Al subir las tasas de interés por el incremento de la inflación, se produjo el colapso del mercado hipotecario, principalmente subprime, lo que generó un deterioro en la liquidez y los precios de los activos subyacentes de los bonos securitizados, lo cual arrastró a estos últimos. Los responsables de la fiscalización y control a nivel micro y macro, la SEC y la FED en EUA, ignoraron estos riesgos, o si los detectaron los minimizaron y en última instancia fueron incapaces de coordinarse entre sí para combatirlos y tomar las medidas preventivas para que no se incubara la crisis que sufrimos. Como conclusión podemos señalar que en EUA no se aplican hasta la fecha en forma plena las normas de Basilea I, menos aún las de Basilea II, por lo cual no es extrañar que la mala calidad de la regulación bancaria haya agravado la crisis financiera.

Sin embargo, el NASD y NYSE Regulations, actualmente fusionadas en FINRA, no enfrentaron problemas porque el mercado bursátil, si bien presentó un crecimiento significativo, sólo estaba reflejando las sobrevaloraciones que se estaban presentando en otros sectores de la economía, no fueron la causa de ellas como en la crisis de las llamadas “.com”.

Mirando en retrospectiva, los organismos de autorregulación de los corredores de bolsa tuvieron una fuente de financiamiento segura y creciente que les permitió acompañar el crecimiento del mercado y obtener una validación de la utilidad de su gestión; éste no fue el caso de la SEC. En definitiva, contaban con el debido soporte institucional y de recursos para llevar a cabo en forma adecuada su misión y ello se refleja en los casi nulos problemas enfrentados por los CB, destacándose que los fraudes observados se concentran en los administradores de activos que son fiscalizados por la SEC y los reguladores estatales.

Por otra parte, si observamos otros países estudiados como España y el RU, podemos observar que ambos también han enfrentado graves problemas durante la crisis, siendo los dos países más afectados de la Unión Europea (UE), y que presentan sistemas de regulación de los CB muy distintos al de EUA.

En el caso del RU, la Financial Services Authority (FSA) es una entidad independiente no gubernamental, en su directorio está representado el Bank of England (BofE), ejecutivos del FSA y personas independientes del sistema financiero, todas nombradas por la Tesorería, y no cuenta con financiamiento público. En este caso sí observamos una falla en la supervisión y control, en particular de los riesgos sistémicos, materia que ahora será responsabilidad del BofE, pero la FSA no es una entidad de autorregulación, es de regulación del mercado, sólo que también están presentes personas independientes del sector financiero elegidos por la Tesorería. Debajo de la FSA no se encuentra una entidad de autorregulación y el LSE cumple un papel muy menor respecto a la normativa. En consecuencia, tampoco podemos hablar de una falla en la autorregulación en el RU.

En el caso de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) es la entidad reguladora del mercado de valores, los bancos son regulados por el Banco de España, cuenta con una mayoría en su directorio de funcionarios públicos. No existe una entidad de autorregulación bajo ella y la normativa de la Bolsa y Mercados Españoles (BME) respecto a requisitos y operación de los CB es casi inexistente, debido a que la CNMV ha regulado con gran detalle casi todo respecto de los CB. La crisis en España se concentró en el sector inmobiliario, al igual que en otros países, pero no se transmitió al bancario, debido a la mejor regulación que tiene dicho país desde hace bastante tiempo, lo cual ha significado que se está utilizando como modelo para las modificaciones que se estudian respecto a la regulación bancaria.

En consecuencia, descartamos que la autorregulación de los CB o de otro tipo en EUA haya sido causante o agravante de la crisis, ella se originó por desequilibrios macroeconómicos, aún no resueltos y que fue agravada por mala regulación y fiscalización en EUA y RU de los mercados inmobiliarios, de securitización de instrumentos, de clasificación de riesgo y de regulación bancaria.

Anexo 2: Regulación española en materia de riesgo de corredoras

La operación de los corredores de bolsa relativa a los riesgos de Contraparte, Solvencia y Liquidez, fue analizada considerando los siguientes antecedentes:

- 1) Ley Nº 24/1988 (28 de julio), Ley del Mercado de Valores (LMV);
- 2) Reales Decretos
 - Nº 867/2001 (20 de julio) - Régimen Jurídico de las Empresas de Servicios de Inversión (ESI)
 - Nº 364/2007 (16 de marzo) – Régimen Jurídico y Recursos Propios de las ESI.
 - Nº 217/2008 (15 de septiembre) – Régimen Jurídico de las ESI.
- 3) Ordenes: Ministerio de Economía y Hacienda
 - 28 de julio de 1989: Coeficiente de Liquidez de las ESI.
 - 29 de diciembre de 1992: Recursos Propios y Supervisión en base Consolidada de las ESI y sus Grupos.
- 4) Circulares: Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)
 - Nº 1/1998 (10 de junio) – Sistemas internos de Control, Seguimiento y Evaluación de Riesgos.
 - Nº 7/2008 (28 de noviembre) – Normas Contables y Cuentas anuales de las ESI.
 - Nº 12/2008 (30 de diciembre) – Solvencia de las ESI y sus Grupos Consolidables.
- 5) Bolsas y Mercados Españoles (BME) – Bolsa de Madrid (BM)
 - Circulares.
 - Instrucciones Operativas.
- o Bolsas y Mercados Españoles (BME) – IBERCLEAR (Depósito Central de Valores de España)

1. RIESGO DE CONTRAPARTE

A. Tipo de entidades y servicios prestados

Los siguientes tipos de entidades forman las Empresas de Servicios de Inversión (ESI):

1. Sociedades de Valores (SV): Pueden operar por cuenta propia o ajena y realizar todos los servicios de inversión y auxiliares.
2. Agencias de Valores (AV): Sólo pueden operar por cuenta ajena y realizar servicios de inversión y auxiliares, excluyendo la negociación por cuenta propia, el

otorgamiento de crédito a los clientes y el aseguramiento de emisiones o colocación de valores.

3. Sociedades Gestoras de Cartera (SGC): Sólo pueden gestionar carteras de valores, asesorar a clientes y empresas, y elaborar informes.
4. Empresas de Asesoramiento de Inversiones (EAI): Pueden hacer lo mismo que las SGC, excluyendo la gestión de inversiones.

Los tipos de servicios que pueden prestar son los siguientes:

1. Servicios de Inversión: Recepción, transmisión y ejecución de órdenes, negociación por cuenta propia, gestión discrecional e individualizada de cartera, colocación de instrumentos financieros (IF), asesoramiento de una emisión o colocación de IF, asesoramiento en materia de inversiones y gestión de sistemas multilaterales de negociación.
2. Servicios Auxiliares: Custodia y administración de cuentas de clientes, dar crédito a los inversores pero sólo donde opere la ESI que otorga el crédito, asesoramiento sobre estructuras de capital, fusiones y adquisiciones, aseguramiento de emisiones o colocación de instrumentos, elaboración de informes y recomendaciones, cambio de divisas, servicios de inversión y los servicios auxiliares del subyacente no financiero de los IF derivados.

Nos concentraremos en las SI y AV que corresponden a los equivalentes a los corredores de bolsa en Chile.

También podrán desarrollar los servicios de inversión y auxiliares las Entidades de Crédito (EC) (Bancos) fiscalizadas por el Banco de España.

B. Organización Interna

Las ESI deberán definir y aplicar procedimientos de organización interna que aseguren contar con:

- a) Estructuras adecuadas a los riesgos involucrados.
- b) Unidad de cumplimiento independiente.

- c) Sistemas de información para que el personal conozca sus obligaciones, riesgos y responsabilidades.
- d) Manejo adecuado de los conflictos de interés que puedan perjudicar al cliente.
- e) Registro de todas las operaciones sobre valores que realicen.
- f) Proteger los IF de los clientes y evitar utilización indebida. En particular, no podrán utilizar por cuenta propia los IF de los clientes, salvo cuando éstos manifiesten su consentimiento expreso. Asimismo, deberán mantener una separación efectiva entre los IF de la ESI y los de cada cliente. Los registros internos de la ESI deberán permitir conocer, en todo momento y sin demora, y especialmente en caso de insolvencia de la ESI, la posición de IF y operaciones en curso de cada cliente.
- g) Procedimientos administrativos y contables, controles internos y mecanismos eficaces de valoración de los riesgos.
- h) Adoptar medidas que permitan la continuación de la operación, control y salvaguardia de los sistemas informáticos y contingencias ante daños y catástrofes.
- i) Medidas adecuadas con respecto a los fondos de los clientes para evitar su utilización indebida. Las ESI no podrán utilizar por cuenta propia fondos de sus clientes, salvo en los supuestos excepcionales que puedan establecerse por reglamento y siempre con consentimiento expreso del cliente. Los registros internos de la ESI deberán permitir conocer, en todo momento y sin demora, y especialmente en caso de insolvencia de la empresa, la posición de fondos de cada cliente.
- j) Medidas necesarias para cautelar que no aumente el riesgo operacional cuando confían a un tercero servicios de inversión o funciones esenciales del mismo. Corresponderá a la entidad comprobar que la persona o entidad en la que se pretenda delegar funciones cumple los requisitos establecidos en la LMV y en sus disposiciones complementarias.

C. Recursos Propios y Consolidación de Estados Financieros

La LMV establece que los grupos consolidables de ESI, así como las ESI no integradas deberán mantener un volumen de Recursos Propios (RP) proporcionales a su actividad, riesgos asumidos y gastos de estructura. En consecuencia, deberán disponer de RP iguales o superiores a la suma de los RP mínimos para:

- a) Todas sus actividades, excepto cartera de negociación y activos ilíquidos cuando se deduzcan de RP: Cubrir los riesgos de crédito y de dilución.

- b) Cartera de negociación: Cubrir los riesgos de posición, liquidación y contraparte. Si la CNMV los autoriza, para cubrir los grandes riesgos que superen los límites establecidos.
- c) Todas sus actividades: Cubrir los riesgos de tipo de cambio y de materias primas (commodities).
- d) Todas sus actividades: Cubrir el riesgo operacional.

Todos estos RP deberán verificarse en forma semestral.

Los grupos de ESI, consolidables o no, deberán hacer pública en forma anual un informe llamado "Información sobre solvencia", con información concreta sobre su situación financiera y actividad, cuyo contenido define la CNMV.

Para el cumplimiento de los requisitos de RP individuales y de grupos consolidables, las ESI consolidarán sus estados financieros con las demás ESI y entidades financieras (entidades) que constituyan con ellas una unidad de decisión. Se considerará que un grupo de entidades constituye un grupo consolidable de ESI cuando se dé alguna de las siguientes circunstancias:

- a) Que una ESI controle a las demás entidades.
- b) Que la entidad dominante sea una cuya actividad principal consista en tener participaciones en ESI.
- c) Que una empresa, cuya actividad principal consista en tener participaciones en entidades, una persona física, un grupo de personas que actúen sistemáticamente en forma concertada, o una entidad no consolidable según la LMV, controle a varias entidades que forman parte del grupo consolidable, siendo al menos una de ellas una ESI, y siempre que las ESI sean las de mayor dimensión relativa entre las entidades.

Las cuentas anuales consolidadas son los estados financieros de un grupo de entidades, presentados como si se tratase de una sola unidad económica, y presentados, después de realizados los ajustes necesarios, aplicando criterios homogéneos de reconocimiento y valoración.

Existe un grupo consolidable de ESI, de acuerdo con lo antes definido, cuando varias entidades constituyan una unidad de decisión. En particular, se presumirá que existe

unidad de decisión cuando una entidad, que se calificará de dominante, sea socio de otra entidad, que se calificará de dependiente, y se encuentre en relación con ésta en alguna de las siguientes situaciones:

- a) Posea la mayoría de los derechos de voto.
- b) Tenga la facultad de nombrar o destituir a la mayoría de los miembros del directorio.
- c) Pueda disponer, en virtud de acuerdos celebrados con otros socios, de la mayoría de los derechos de voto.
- d) Haya designado exclusivamente con sus votos a la mayoría de los miembros del directorio, que desempeñen su cargo en el momento en que deban formularse las cuentas consolidadas y durante los dos ejercicios inmediatamente anteriores.

Se presumirá igualmente que existe unidad de decisión cuando, por cualesquier otro medio, una o varias entidades se hallen bajo dirección única. En particular, cuando la mayoría de los miembros del directorio de la entidad dominada sean miembros del directorio o altos ejecutivos de la entidad dominante o de otra dominada por ésta.

La obligación de formular y aprobar las cuentas y el informe de gestión consolidados, así como de proceder a su envío a la CNMV, corresponderá a la entidad dominante; no obstante, en el supuesto que la actividad principal sea tener participación en otras entidades, la entidad obligada será designada por la CNMV de entre las ESI del grupo.

En el caso que no resulte aplicable la consolidación, las ESI pertenecientes a dichos grupos deberán cumplir con los límites de FP que se establezcan en forma individual, así como crear sistemas de vigilancia y control de las fuentes de capital y de financiación de las restantes entidades financieras del grupo que impidan que pudiera perjudicarse la situación financiera de dichas empresas, dando cuenta a la CNMV de la organización de tales sistemas y de sus resultados.

Cuando en un grupo consolidable de ESI existan otros tipos de entidades sometidas a requerimientos específicos de RP, el grupo deberá alcanzar, para efectos de la suficiencia de tales recursos, la más alta de las magnitudes siguientes:

- a) La necesaria para alcanzar los niveles mínimos que se establezcan conforme a lo previsto en el párrafo inicial del tratamiento de los RP.

- b) La suma de los requerimientos de RP establecidos para cada clase de entidades integrantes del grupo, calculados de forma individual o subconsolidada según sus normas específicas.

El cumplimiento por el grupo de lo dispuesto antes no exonerará a las entidades integradas en él, cualquiera que sea su naturaleza, de cumplir individualmente sus requerimientos de RP. A tal efecto, dichas entidades serán supervisadas en base individual por el organismo que corresponda a su naturaleza.

Asimismo, la CNMV podrá adoptar otras medidas para asegurar una distribución adecuada de los RP y riesgos entre las entidades que compongan el grupo consolidable y, en todo caso, vigilará la situación individual de solvencia de cada una de las entidades que integren dichos grupos.

La CNMV podrá, aunque no resulte aplicable la obligación de consolidación, solicitar a las ESI que formen parte del grupo, información relativa a los riesgos del grupo en su conjunto, tales como grandes riesgos, participaciones en empresas no financieras u otras; así como imponer restricciones a las transferencias de capital de las ESI con el resto de entidades del grupo.

La CNMV podrá requerir a las entidades sujetas a consolidación cuanta información sea necesaria para verificar las consolidaciones efectuadas y analizar los riesgos asumidos por el conjunto de las entidades consolidadas, así como podrá, con igual objeto, inspeccionar sus libros, documentación y registros. Cuando de las relaciones económicas, financieras o gerenciales de una ESI con otras entidades quepa presumir la existencia de una relación de control, sin que las entidades hayan procedido a la consolidación de sus cuentas, la CNMV podrá solicitar información a esas entidades o inspeccionarlas, a los efectos de determinar la procedencia de la consolidación.

Formarán parte del grupo consolidable las siguientes entidades:

- a) ESI
- b) Entidades de Crédito (Bancos).
- c) Sociedades de Inversión Mobiliaria.
- d) Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (Administradoras de Fondos Mutuos y de Inversión), Sociedades Gestoras de Fondos de Titularización

(Administradoras de Fondos de Inversión en Securitizados), Sociedades Gestoras de Fondos de Pensiones (AFP).

- e) Sociedades de Capital de Riesgo y Sociedades Gestoras de Fondos de Capital de Riesgo.
- f) Entidades de tenencia de acciones o participaciones.
- g) Las sociedades instrumentales, cuya actividad principal suponga la prolongación del negocio de alguna de las entidades incluidas en la consolidación o incluya la prestación a ésta de servicios auxiliares.

La consolidación deberá llevarse a cabo aún cuando la participación en las entidades consolidables se ostente a través de entidades del grupo económico no consolidable.

La CNMV podrá autorizar la exclusión individual de una entidad del grupo consolidable de ESI en los siguientes casos:

- a) La entidad de que se trate esté situada en un Estado no miembro de la Unión Europea en el que existan obstáculos jurídicos para la transmisión de la información necesaria;
- b) La entidad de que se trate no presente un interés significativo, a juicio de las autoridades competentes, con respecto a los objetivos de supervisión de las ESI y, en cualquier caso, cuando el total del balance de la entidad de que se trate sea inferior al más bajo de los dos montos siguientes: € 10 millones o el 1% del total del balance de la entidad dominante del grupo. Cuando, en los casos aquí contemplados, varias empresas respondan a los criterios allí mencionados, deberán incluirse en la consolidación, siempre que el conjunto formado por tales entidades presente un interés significativo con respecto a los objetivos;
- c) La consolidación de dicha entidad resulte inadecuada o pueda inducir a error desde el punto de vista de los objetivos de la supervisión de dicho grupo.

El cumplimiento por el grupo consolidable de los RP, no exonerará a las SV o AV integradas en él cumplir individualmente sus requerimientos de RP.

Las entidades aseguradoras no formarán parte de los grupos consolidables de ESI.

Para determinar los derechos de voto de la entidad dominante se añadirán a los que posea directamente, los que correspondan a otras entidades dependientes o a través de personas que actúen en su propio nombre pero por cuenta de la entidad dominante o de

otras dependientes, o aquéllos de los que disponga concertadamente con cualquier otra persona.

El deber de consolidación establecido se entenderá cumplido mediante la consolidación por aquellos grupos de sociedades cuya entidad dominante sea una ESI, o por aquellos otros que tengan como dominante una sociedad cuya actividad principal sea la tenencia de participaciones en ESI.

La entidad obligada de un grupo consolidable de ESI será su entidad dominante. No obstante, cuando la entidad dominante del grupo consolidable no sea una ESI o una entidad cuya actividad principal sea la tenencia de acciones de éstas, cuando no exista entidad dominante o ésta no se integre en el grupo consolidable, la CNMV designará la entidad obligada.

Cuando la entidad obligada designada por la CNMV no fuera la entidad dominante de un grupo de ESI, la mencionada designación se hará sin perjuicio que la entidad dominante quede incluida en el grupo consolidable como su matriz.

D. Protección de activos de los clientes

Deberán mantener los registros y cuentas necesarios para que puedan en todo momento y sin demora distinguir los activos de un cliente de los de los otros clientes y de sus propios activos.

Los registros y cuentas deberán garantizar la exactitud de los datos que contengan y su correspondencia con los IF y los fondos de los clientes.

Deberán conciliar regularmente sus cuentas y registros internos con los de los terceros en cuyo poder estén los activos de sus clientes.

Deberán adoptar las medidas necesarias para garantizar lo siguiente:

- a) Que los IF de clientes depositados en un tercero se distingan de los que pertenezcan a la ESI y a dicho tercero. Para ello, deberán establecerse cuentas con denominación diferente en la contabilidad del tercero, u otras medidas equivalentes que aseguren un nivel similar de protección.

- b) Que los fondos de los clientes estén contabilizados por el depositario en una cuenta o cuentas distintas de aquellas en las que se contabilizan los fondos pertenecientes a la ESI.

Tiene que adoptar las medidas administrativas necesarias para minimizar el riesgo de pérdida o disminución del valor de los activos de los clientes, o de los derechos relacionados con aquellos, como consecuencia de una mala utilización de los activos, fraude, administración deficiente, mantenimiento inadecuado de los registros o negligencia.

E. Custodia de los IF de los clientes

Las entidades que prestan servicios de inversión podrán depositar los IF de sus clientes en una cuenta o cuentas abiertas con un tercero siempre que actúen con la debida diligencia, competencia y atención en la selección, designación y revisión periódica del tercero y de los acuerdos que regulen la tenencia y custodia de los IF.

En particular, las entidades deberán tener en cuenta la experiencia y prestigio en el mercado del tercero, así como cualquier requisito normativo o práctica de mercado relacionados con la tenencia de esos IF que puedan perjudicar los derechos de los clientes.

F. Utilización de los IF de los clientes

Las entidades que presten servicios de inversión sólo podrán establecer acuerdos para operaciones de financiación de valores sobre los IF de sus clientes, o utilizarlos de cualquier otro modo, tanto por cuenta propia como por cuenta de otro cliente, con arreglo a los siguientes requisitos:

- a) El cliente deberá dar su consentimiento expreso con carácter previo a la utilización de los IF. En el caso de clientes minoristas será necesario que el consentimiento

conste en un documento escrito con la firma del cliente o en cualquier mecanismo alternativo equivalente.

- b) La utilización de los IF se ajustará a las condiciones especificadas y aceptadas por el cliente.

Además de lo dispuesto en el párrafo anterior, cuando los IF del cliente estén depositados en una cuenta global, siempre que lo permita la normativa aplicable, se deberán cumplir los siguientes requisitos:

- a) Todos los clientes cuyos IF estén depositados en la cuenta global deberán haber expresado su consentimiento individual y previo con arreglo a lo dispuesto en la letra a) del párrafo anterior.
- b) La entidad deberá contar con sistemas y controles que garanticen el cumplimiento de lo dispuesto en la letra anterior.

Para permitir la correcta atribución de posibles pérdidas, los registros de la entidad deberán incluir datos de los clientes conforme a cuyas instrucciones se hayan utilizado los IF y el número de IF utilizados pertenecientes a cada cliente.

G. Requisitos de Información sobre IF y fondos de los clientes

Se informará al cliente de la posibilidad de que los IF o los fondos sean depositados en un tercero por cuenta de la entidad, así como de su responsabilidad, en virtud de la legislación nacional aplicable, por cualquier acto u omisión del tercero, y de las consecuencias para el cliente de la insolvencia de ese tercero.

En el caso de IF depositados en el extranjero, y estos se encuentren depositados en una cuenta global de un tercero, se deberá informar previamente al cliente al respecto, debiendo advertírsele de forma clara de los riesgos resultantes.

Cuando, de acuerdo con la legislación del Estado en el que estén depositados los IF, no sea posible diferenciar los IF de los clientes en poder de un tercero de aquellos de los que sea titular ese tercero, se deberá informar al cliente al respecto, incluyendo una advertencia bien visible sobre los riesgos resultantes.

Se informará al cliente de la existencia y las condiciones de cualquier derecho de garantía o gravamen que la ESI, o en su caso el depositario, tenga o pueda tener sobre los IF y los fondos de los clientes, o de cualquier derecho de compensación que la ESI, o en su caso el depositario, posea en relación con esos IF o fondos.

Antes de realizar operaciones de financiación de valores relacionadas con los IF de un cliente, o de utilizarlos de cualquier otro modo, por cuenta propia o por cuenta de otro cliente, deberá proporcionar al cliente, con suficiente antelación y en soporte duradero, información clara, completa y precisa sobre las obligaciones y responsabilidades de la ESI en cuanto a la utilización de esos instrumentos, incluidas las condiciones para su restitución y sobre los riesgos inherentes.

H. Información sobre el estado de los IF y de los fondos de los clientes

Cuando las entidades que presten servicios de inversión mantengan IF o fondos de sus clientes, salvo en el caso de depósitos de efectivo mantenidos en entidades de crédito, deberán remitirles, en soporte duradero y con carácter anual, un estado de tales IF o fondos. Dicha información deberá incluir:

- a) Datos de todos los IF y fondos mantenidos por la ESI por cuenta del cliente al final del período cubierto por el estado.
- b) En su caso, las operaciones de financiación de valores en los que hayan sido utilizados los IF de los clientes y el alcance del beneficio devengado a favor del cliente por la participación en esa operación de financiación y la base de devengo de ese beneficio.

I. IBERCLEAR – Depósito Central de Valores

Corresponde a un registro central en el que se recogen los saldos de los valores agregados por cada una de las entidades participantes, y un registro en detalle, a cargo de estas últimas, en las que los valores quedan anotados a nombre de cada titular.

- a) Incumplimiento en la entrega de fondos: Si una entidad participante no hace entrega de los fondos con ocasión de la liquidación, IBERCLEAR dispone de líneas de crédito para hacer frente a la operación descubierta hasta que se solucione el incumplimiento.
- b) Incumplimiento en la entrega de IF: En el caso que en la fecha de entrega de los IF, ella no se haya realizado, IBERCLEAR procederá a comprar en el mercado, por cuenta de la entidad, los valores que ella debería haber entregado.
- c) Préstamo centralizado de valores: IBERCLEAR Presta valores a las entidades compradoras en la fecha de liquidación si no se ha producido su entrega por el vendedor. Las entidades prestamistas pondrán valores a disposición de IBERCLEAR, quien los tomará prestados por la cantidad necesaria para dar cobertura al conjunto de las ventas que se encuentren pendientes de liquidar más allá de un plazo normal de 3 días. Cuando los valores objeto de préstamo corresponden a los clientes de una entidad participante deberá constar el consentimiento del titular, para lo cual el titular deberá suscribir un contrato con la entidad indicada. IBERCLEAR remunerará diariamente al prestamista de acuerdo con la tasa de interés que publica mensualmente. IBERCLEAR reconoce al prestamista los derechos económicos que se devenguen durante la vigencia del préstamo, sustrayendo dichos derechos de la posición de la entidad vendedora que hubiese incumplido la liquidación.
- d) Garantías: Las entidades deben aportar una garantía a IBERCLEAR con el fin de asegurar entre las entidades participantes el buen fin de las operaciones pendientes de liquidar. La garantía responderá sin limitación alguna del cumplimiento de las obligaciones contraídas por ella en la liquidación. La garantía se puede enterar en efectivo, aval bancario, seguro de caución o prenda sobre IF de deuda pública.

2. RIESGO DE SOLVENCIA

A. Requisitos Financieros de las ESI: Capital Mínimo Requerido

- a) Sociedades de Valores (SV): € 2 millones.
- b) Agencias de Valores (AV), que sean miembros de mercados secundarios o Sociedades de Compensación y Liquidación (SCL) o que incluyan la custodia de IF y puedan mantener cuentas acreedoras de carácter instrumental: € 500.000.
- c) AV que no cumplan las condiciones establecidas en b): € 300.000.
- d) AV que sólo reciban y transmitan órdenes sin mantener fondos ni IF de los clientes: € 120.000 o un seguro por responsabilidad civil profesional, un aval o garantía equivalente frente a negligencia en su actividad en Europa con cobertura por € 2,5 millones por evento y € 3,5 millones en total; o una combinación de ambos que de lugar a una cobertura equivalente.
- e) Sociedades Gestoras de Cartera (SGC): € 100.000

B. Operaciones Financieras con entidades financieras

Las ESI podrán obtener financiamiento, incluso en forma de préstamo o depósito, de las entidades españolas o extranjeras que figuren inscritas en alguno de los registros relativos a entidades financieras mantenidos por la CNMV, el Banco de España o la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones del Ministerio de Economía y Hacienda o en registros de igual naturaleza de la Unión Europea.

C. Operaciones Financieras con el público.

Las SV y AV podrán abrir cuentas acreedoras de carácter instrumental y transitorio a clientes en relación con la ejecución de operaciones desarrolladas por cuenta de ellos. Los saldos de estas cuentas deberán estar invertidos en activos líquidos y de bajo riesgo.

D. Exigencias de Recursos Propios (RP)

1. ESI Individuales.

Las ESI deberán mantener en todo momento RP iguales o superiores al mayor de los montos consignados en 1.1 a 1.4:

1.1: Suma de los siguientes conceptos:

- a) Exigencia de RP por riesgos ligados a la cartera de negociación, al riesgo de crédito de contrapartes y de liquidación.
- b) Exigencia de RP por riesgo de tipo de cambio y de materias primas.
- c) 8% de las posiciones ponderadas, excluida la cartera de negociación y los activos ilíquidos cuando se deduzcan de los recursos propios, para el riesgo de crédito y dilución.
- d) Exigencia de RP por riesgo operacional.

1.2: 1/4 de los gastos de estructura del ejercicio anterior.

1.3: 2/3 del Capital Mínimo requerido para constituir la ESI.

1.4: 5 por mil del volumen de las carteras gestionadas.

Las ESI deberán cumplir con los límites para grandes riesgos detallados mas adelante.

2. Grupos consolidables de ESI.

Partiendo de su situación financiera consolidada, deberán mantener en todo momento RP iguales o superiores al mayor de los números 1.1 y 1.2 siguientes:

1.1: Suma de los siguientes conceptos:

- a) Exigencia de RP por riesgos ligados a la cartera de negociación, al riesgo de crédito de contrapartes y de liquidación.
- b) Exigencia de RP por riesgo de tipo de cambio y de materias primas.

c) 8% de las posiciones ponderadas, excluida la cartera de negociación y los activos ilíquidos cuando se deduzcan de los recursos propios, para el riesgo de crédito y dilución.

d) Exigencia de RP por riesgo operacional.

1.2: Suma de las exigencias individuales de todas las actividades del grupo

Los grupos consolidables de ESI deberán cumplir con los límites para grandes riesgos explicados mas adelante.

3. RP para cubrir los riesgos de la cartera de negociación

Los requerimientos de RP de la cartera de negociación corresponderá a la suma de los necesarios para la cobertura del riesgo de posición en dicha cartera de los siguientes IF: Instrumentos de Renta Fija y Renta Variable; Cuotas de Fondos Mutuos y de Inversión; Riesgo de crédito y contraparte por: cesión de activos, préstamo de valores, operación con derivados en mercados no organizados, financiamiento con márgenes y operaciones a plazo; Riesgo de Liquidación y entrega; Mantenimiento de posiciones en materias primas, y Riesgo de tipo de cambio y oro.

El riesgo de posición se descompondrá en:

a) Riesgo General: Derivado de un cambio en el precio de los componentes de la cartera de negociación debido a movimientos generales de los mercados,

b) Riesgo Específico: Derivado de un cambio en esos instrumentos debido a causas relativas al emisor del valor, o al emisor del subyacente en el caso de instrumentos derivados.

4. RP para cubrir los riesgos de crédito

Se hacen extensivas a las ESI las normas del Comité de Basilea aplicables a las Entidades de Crédito (Bancos) para los efectos de cubrir los riesgos de crédito, por lo cual las ESI aplicarán el Método Standard o, previa autorización de la CNMV, el Método Basado en Calificaciones Internas (Internal Rating Based, IRB) en base a las evaluaciones internas que lleven a cabo las ESI.

Cada posición se asignará a una categoría según su tipo de emisor, la cual estará asociada a una determinada ponderación de riesgo, a menos que la posición se deduzca de los RP. Las ponderaciones por riesgo de crédito serán otorgadas por agencias externas de clasificación de riesgo (ECAI) o agencias de crédito a la exportación (ECA), todas reconocidas por la CNMV:

Posición ponderada por riesgo = Ponderación de riesgo x Valor de la posición

5. RP para cubrir los riesgos de crédito de la contraparte

El riesgo de crédito de la contraparte es el que contrae una ESI si la contraparte de la operación no cumple sus obligaciones en el momento de la liquidación. Los IF sujetos a exigencias de RP por riesgo de crédito de la contraparte son: Contratos de derivados de tasa de interés, tipo de cambio y oro; Pactos de retrocompra; Préstamo o toma en préstamo de IF o materias primas; Financiamiento con reposición de márgenes, y Operaciones a plazo.

6. RP para cubrir el riesgo operacional.

Los RP para cubrir el riesgo operacional corresponderán al 15% del promedio anual, considerando tres ejercicios, de los ingresos netos por intereses, comisiones, inversiones financieras y diferencias de cambio.

También podrán aplicar un Método Standard, si cuentan con sistemas de evaluación y gestión del riesgo operacional, basado en líneas de negocio, el cual consiste en dividir las operaciones en líneas de negocios y calcular la media simple, a lo largo de los tres últimos ejercicios, de la agregación de los requerimientos teóricos de capital de cada línea de negocio en cada año. Se define una tabla, donde el mayor porcentaje corresponderá a la línea de financiamiento empresarial (18%) y el menor a la intermediación minorista y gestión de activos (12%).

7. Supervisión y Control de grandes riesgos

Se considera gran riesgo el contraído frente a una misma persona, física o jurídica, o grupo, incluso el propio en la parte no consolidable, cuando su valor supere al 10 % de sus FP, calculados de acuerdo con la definición general de los mismos. Las posiciones afectas a grandes riesgos serán todos los activos, dentro o fuera de balance, no sujetos a ponderaciones por riesgo para el cálculo de los RP.

La suma de las posiciones de personas o grupos relacionados entre sí estará sujeta a los siguientes límites por grandes riesgos:

- a) Una misma persona o grupo: < 25% de los RP.
- b) Si la persona o grupo es empresa matriz o filial de la ESI: < 20% de los RP.
- c) Grandes posiciones con valor acumulado: < 800% de los RP.

E. Organización Interna y Auto Evaluación de Capital

Las ESI y, las restantes entidades que presten servicios de inversión, dispondrán de sólidos procedimientos de gobierno interno, adecuados y proporcionales al carácter, escala y complejidad de los servicios de inversión que presten.

Para ello, las ESI deberán contar con:

- a) Estructura organizacional interna clara y con funciones bien asignadas, transparentes y coherentes.
- b) Control interno adecuado y eficiente.
- c) Gestión de Riesgos por los siguientes conceptos: Mercado, Operacional, Liquidez, Concentración, Tasa de interés fuera de la cartera de negociación, Crédito/contraparte/residual y titularización, Tipo de cambio, y otros riesgos tales como reputacionales, estrategia, etc.
- d) Auto evaluación de capital: Auto evaluación por parte de la ESI con el fin de mantener los montos, tipos y distribución de capital interno mínimo, así como de RP. Se deberá enviar anualmente a la CNMV un informe sobre dicho proceso y sus resultados.

3. RIESGO DE LIQUIDEZ

Las ESI deberán mantener volúmenes mínimos de inversión en activos líquidos y de bajo riesgo a fin de salvaguardar la liquidez necesaria.

A. Coeficiente de Liquidez

De conformidad con lo antes indicado, las ESI, a excepción de las SGC, de las EAF y de las AV que únicamente estén autorizadas para la recepción y transmisión de órdenes sin mantener fondos o IF que pertenezcan a sus clientes, deberán mantener en todo momento un volumen de inversiones en activos de bajo riesgo y elevada liquidez que, como porcentaje del total de sus pasivos exigibles con plazo residual inferior a un año, excluidos los saldos de las cuentas acreedoras que establezca el Ministerio de Economía y Hacienda, no sea inferior a 10%.

Por Orden del 28 de julio de 1989 del Ministro de Economía y Hacienda se estableció su valor en dicho mínimo: 10%

Anexo 3: Regulación británica en materia de riesgo de corredoras

El Chancellor of the Exchequer anunció el 20 de mayo de 1997 la reforma de la regulación de los servicios financieros en el Reino Unido y la creación de una nueva entidad reguladora.

La supervisión bancaria y de los servicios financieros se fusiona con la creación de la Securities and Investments Board (SIB), que cambió su nombre a Financial Services Authority (FSA) en Octubre de 1997.

La primera etapa de la reforma se completó en Junio de 1998 cuando la responsabilidad de la supervisión bancaria fue transferida desde el Bank of England a la FSA. En Mayo de 2000 la FSA tomó el control de la UK Listing Authority (Registro de los Emisores) que antes llevaba el London Stock Exchange (LSE).

El Financial Services and Markets Act (FSMA) recibió su aprobación Real en Junio de 2000 y fue implementada el 1º de Diciembre de 2001, transfiriendo al FSA la responsabilidad, además, de varias otras organizaciones, tales como:

- Building Societies Commission
- Friendly Societies Commission
- Investment Management Regulatory Organisation (IMRO)
- Personal Investment Authority
- Register of Friendly Societies
- Securities and Futures Authority

La legislación, además, le dio nuevas responsabilidades, como tomar acciones para prevenir los abusos del mercado.

En Octubre de 2004, producto de una decisión de la Tesorería, tomó la responsabilidad de la regulación de las hipotecas, y Enero de 2005 tomó la regulación de los seguros generales.

La FSA es una entidad independiente no-gubernamental, creada por la FSMA 2000. Es una compañía limitada y financiada por la industria de servicios financieros. El Gobierno de UK, a través de la Tesorería (The Treasury) nombra al directorio de la FSA, el que actualmente consiste de un Chairman (Lord Adair Turner), un Chief Executive Officer (Hector Sants), tres Managing Directors (Ejecutivos de la FSA), y 9 directores no-ejecutivos de la FSA (incluyendo al líder de los miembros no-ejecutivos que detenta el cargo de Deputy Chairman (Paul Tucker)), uno de estos últimos miembros es el Deputy Governor (Financial Stability) del Bank of England. Los directores no-ejecutivos verifican que la FSA

opere eficiente y económicamente, supervisan los mecanismos de control financiero y determinan el pago de los miembros ejecutivos del directorio.

Para financiar su trabajo la FSA cobra comisiones a todas las firmas reguladas por ella que llevan a cabo actividades, las cuales son de tipo anual, por evento o solicitud y por proyectos especiales.

El directorio (Board) establece la política general, pero las decisiones y administración del día a día es responsabilidad de los ejecutivos. La FSA debe rendir cuentas a la Tesorería sobre sus actuaciones.

Los objetivos de la FSA son:

- Mantener la confianza del mercado en el sistema financiero.
- Promover el conocimiento del público sobre el sistema financiero.
- Asegurar un apropiado grado de protección de los consumidores.
- Reducir, hasta donde sea posible, la utilización del sistema financiero para perpetrar crímenes.

La regulación de la FSA se lleva a cabo en forma similar a la SEC de EUA, con un FSA Handbook, equivalente al US Code of Regulations. Por otra parte, la LSE, como entidad aprobada por la FSA, tiene atribuciones para establecer regulación sobre sus operaciones, pero se enfocan exclusivamente en regular las operaciones bursátiles que se llevan a cabo en ella, tratando marginalmente algunos aspectos del riesgo de contraparte pero sin requerimientos de capital, liquidez u otros. En consecuencia, la FSA establece las normas, aprueba y fiscaliza los BD y el LSE se enfoca, principalmente, en que las operaciones en la bolsa se lleven a cabo en una forma justa y ordenada, pero sin enfocarse en los requisitos que ellos deben cumplir, los que sí se encuentran establecidos en el FSA Handbook. Lo anterior es bastante lógico, considerando que en el directorio de la FSA están presentes 9 representantes de la industria financiera y por ello no tendría sentido que también la LSE regulara dichos aspectos.

Anexo 4: Regulación estadounidense en materia de riesgo de corredoras

La operación de los corredores de bolsa relativa a los riesgos de Contraparte, Solvencia y Liquidez, fue analizada considerando los siguientes antecedentes regulatorios:

- 1) Securities Exchange Act 1934 (SEA);
- 2) Code of Federal Regulations (CFR) – Title 17: Commodities & Securities Exchanges Part 240 – General Rules and Regulations, SEA

Subpart A – Rules and Regulations under the SEA

- 240.15a & 240.15b: Registration of Brokers and Dealers.
 - 240.15c: Rules Relating to Over-the-Counter Markets:
 - 240.15c3-1: Net Capital Requirements for Brokers and Dealers.
 - 240.15c3-3: Customer Protection – reserves and custody of securities.
- 3) Securities and Exchange Commission (SEC)
 - Guide to Brokers-Dealers Registration
 - Exchanges
 - Securities Exchange Act 1934
 - 4) NYSE Regulations (NYSER)
 - Admission of Members (Rules 300 – 324)
 - Operation of Member Organizations (Rules 325 – 465):
 - Capital Requirements (Rules 325 – 328).
 - Conduct of Accounts (Rules 401 – 414)

1. RIESGO DE CONTRAPARTE

En Estados Unidos de América (EUA) existen dos tipos de corredores de bolsa:

- Broker: Persona involucrada en el negocio de efectuar transacciones con instrumentos por cuenta de terceros (actúa como Agente).
- Dealer: Persona involucrada en el negocio de comprar y vender instrumentos por cuenta propia, a través de un broker o de otro intermediario (actúa como Principal). A diferencia de un Dealer, un Trader es una persona que transa por cuenta propia pero no como un negocio en forma regular.

La regulación de la conducta de los Brokers - Dealers (BD) es un aspecto fundamental de la SEA y del CFR. Al respecto se deben mencionar las siguientes regulaciones:

- Regulación Antifraude:
 - Obligación de operación justa: Ejecutar órdenes prontamente, dar a conocer información relevante al cliente, cobrar precios razonables de acuerdo al mercado y dar a conocer cualquier conflicto de interés que enfrente el BD.
 - Productos adecuados al cliente: Sólo deben recomendar productos y estrategias adecuadas al tipo de cliente, para lo cual el BD debe investigar y obtener adecuada información sobre los instrumentos que recomienda y conocer bien el perfil del cliente.
 - Obligación de la mejor ejecución: Debe realizar la ejecución en los términos más favorables para sus clientes.
 - Confirmación a los clientes: Debe entregar a sus clientes información detallada de la transacción, si actúa como Broker o como Dealer, sus compensaciones, tanto del cliente como de terceros, producto de la transacción.
 - Información sobre los términos de los créditos otorgados: Deben informar a los clientes los créditos que han recibido del BD para la compra de instrumentos, y acerca de las condiciones y el estado de sus cuentas, al menos en forma trimestral.
 - Restricciones en ventas cortas: Relacionadas con la obligación del BD de dar a conocer al cliente las posibles fallas en la entrega y de cerrar las posiciones abiertas después de una determinada cantidad de días.
 - Transacción durante un período de oferta: Restricciones con el fin de evitar que personas con interés en una oferta influyeran en el mercado.
 - Restricciones al Insider Trading: Para impedir el uso de información no pública en beneficio del BD y sus empleados.
 - Restricciones en transacciones con instrumentos privados para los BD.

- Regulación sobre Certificación de Analistas: Los informes que distribuyan los BD deberán incluir un certificado que señale que refleja sólo la opinión propia del analista, así como si éste recibe compensación por las opiniones vertidas en el informe y un detalle de las características de ellas. También se incluyen restricciones sobre las compensaciones que pueden recibir los analistas, actividades de entrenamiento y de investment banking.

- Transacción por BD y miembros de bolsas de valores: Los BD, que son miembros de una bolsa de valores, están sujetos a restricciones adicionales sobre las transacciones que realizan en la bolsa: Excepto bajo ciertas condiciones generalmente no pueden realizar transacciones en la bolsa para su propia cuenta, de las personas relacionadas ni con cuentas que maneje el BD o sus relacionados. Se exceptúan normalmente las efectuadas por Market – Makers, las realizadas a través de otros miembros y producto de otras órdenes.

- Registro de los Investment Advisers: Un BD que provee asesoría y ofrece un servicio de cuentas con una comisión fija o en función de los activos, no una comisión variable en relación a las operaciones, se considera un Investment Adviser y debe someterse a la regulación del Investment Advisers Act.

- BD que utilicen financiamiento de los clientes: Los que utilicen financiamiento de sus clientes en sus negocios deberán proveerles información respecto a: Monto adeudado a los clientes, el hecho que esos fondos no estén segregados y que pueden ser utilizados por el BD en sus negocios y que deben ser pagados a los clientes a su sola demanda.

- Requerimientos de Evaluación de Riesgo: Algunos BD deben mantener información sobre sus coligadas, filiales y matrices cuyas actividades es razonable esperar que tengan un impacto relevante sobre su situación financiera y operación (CN, liquidez y capacidad de llevar a cabo o financiar operaciones). Deben también enviar en forma cuatrimestral esta información a la SEC.

- Custodia de Instrumentos: Los instrumentos que se consideran bajo el control de un BD serán aquellos:
 - Representados por un certificado de custodia o control de una Clearing Corporation u otra subsidiaria de una bolsa de valores o una asociación nacional de instrumentos, o un banco custodio.
 - Mantenedos en una “Special Omnibus Account” a nombre del BD, de acuerdo con la Regulation T del SEA.
 - Que están en custodia de un depositario extranjero, clearing agency extranjera o banco custodio extranjero, una bolsa de valores extranjera o una asociación extranjera de instrumentos.
 - Que están en custodia o control de un banco.
 - Que están o en tránsito a las oficinas del BD o de una subsidiaria controlado por él, donde asume o garantiza todas las obligaciones de ella, así como la plena responsabilidad por el cumplimiento de la subsidiaria de todas las leyes federales sobre instrumentos.

- Cuenta Bancaria Especial de Reservas para el Beneficio de los Clientes: Llamada Cuenta Bancaria de Reserva (CBR) y calculada en el Exhibit A del CFR 240.15c3-3a. Protege los activos y fondos de los clientes mantenidos por los BD. Un BD debe tener la posesión o el control de todos los activos completamente pagados (activos mantenidos

en una cuenta especial de efectivo de un cliente, cuenta general o cualquier cuenta especial de clientes) o activos en exceso de los márgenes requeridos, mantenidos en las cuentas de los clientes. El BD debe determinar diariamente si cumple los requerimientos y periódicamente calcular cuánto del dinero que mantiene es de los clientes o producto del uso de sus instrumentos. Si dicho monto de dinero excede el que es de los clientes o de otros BD relacionados a transacciones de sus clientes, el BD debe depositar dicho exceso en la CBR. Así se previene que el BD use los recursos de los clientes para financiar sus propias operaciones.

Todo BD debe mantener en un banco una CBR que debe estar separada de cualquier otra cuenta bancaria del BD. En ella se debe mantener efectivo e instrumentos emitidos o garantizados por el Gobierno de EUA en un monto no menor al total de créditos menos el total de débitos.

Los créditos consideran:

- Saldos disponibles en las cuentas de los clientes.
- Dinero recibido prestado respaldado por instrumentos mantenidos en las cuentas de los clientes.
- Dinero a pagar por instrumentos prestados por los clientes.
- Instrumentos no recibidos por los clientes.
- Saldos disponibles en las cuentas del BD producto de ventas como principal a los clientes.
- Valor de mercado de los dividendos, acciones recibidas producto de la división de una sociedad y otras distribuciones, pendientes de recepción por más de 30 días.
- Valor de mercado de las diferencias en instrumentos cortos sobre 30 días.
- Valor de mercado de instrumentos cortos y créditos en cuentas suspendidas sobre 30 días.
- Valor de mercado de instrumentos que están en tránsito por mas de 40 días y no han sido confirmados como en tránsito por el agente de transferencia o el emisor durante 40 días.

Los débitos consideran:

- Saldo deudor en las cuentas de efectivo y de márgenes de los clientes, excluyendo cuentas no respaldadas con activos y de difícil recaudación.
- Instrumentos recibidos en préstamo para realizar ventas cortas por los clientes y para entregarlos por fallas en la entrega de los instrumentos por los clientes.
- Instrumentos no entregados por los clientes por menos de 30 días.

- Márgenes requeridos y en depósito en la Options Clearing Corporation por contratos de opciones en cuentas de clientes.
- Márgenes requeridos por operaciones a futuro de instrumentos de los clientes y en depósito en una agencia de clearing registrada con la SEC o una de clearing de derivados registrada en la CFTC.

2. RIESGO DE SOLVENCIA

Los BD deben mantener un monto de activos líquidos, llamados Capital Neto (CN), con el fin de satisfacer rápidamente los requerimientos de los clientes si es que salen del negocio. El CN mínimo que debe mantener el BD dependerá del tipo de operaciones que realice y de ciertas razones de endeudamiento.

A. REQUISITOS DEL CODE OF FEDERAL REGULATIONS (CFR)

El CFR en su Part 240.15c3-1, sobre “Net Capital Requirements for Brokers and Dealers”, establece que cada BD debe mantener en todo momento un CN no inferior al mayor de los valores que surjan de los “Ratio Requirements” y los “Minimun Requirements”, establecidos estos últimos según los tipos de actividades que éste desarrolla. Adicionalmente, el BD deberá mantener un CN no inferior a su propio requerimiento de capital neto + la suma de cada uno de los requerimientos de CN mínimo de sus subsidiarias o filiales.

Cabe destacar que esta norma es aplicable a los BD que operan OTC, por lo cual los miembros de una Bolsa de Valores estarían eximidos de cumplir estas normas, pero la NYSE estableció explícitamente que sus miembros, además de cumplir con los requerimientos de capital establecidos por ella, deberán hacerlo también con los del CFR.

a) Ratio Requirements (RR):

Endeudamiento Agregado (EA): Ningún BD, salvo el que elija la “Alternativa Standard”, podrá mantener un Endeudamiento Agregado (EA) que exceda del 1.500% de su Capital Neto (CN):

- $EA / CN \leq 15 \text{ veces (1.500\%)}$

Alternativa Standard (AS): El BD que se acoja a esta alternativa de RR, no podrá mantener un CN menor a la mayor cantidad entre US\$ 250.000 o el 2% de los Débitos Agregados (DA), computados de acuerdo con la metodología establecida en la “Cuenta Bancaria de Reservas” (CBR), señalada en los riesgo de contraparte.

- CN => Máx. [US\$ 250.000; CN / DA = 0,02 veces (DA / CN = 50 veces)].
- Los BD que se acojan a esta alternativa tendrán ponderadores más altos en la determinación de los DA para la CBR.

b) Minimum Requirements (MR): CN

BD que llevan cuentas de clientes:

- Min. [US\$ 250.000]: Si mantiene cuentas de clientes o de BD y recibe o mantiene fondos de esas personas.
- Min. [US\$ 100.000]: Si traspasa todos los activos y fondos de los clientes en cuanto los recibe y por lo tanto técnicamente no lleva cuentas de clientes.

Dealers: Inscritos en una bolsa de valores o en una asociación nacional de valores reconocida.

- Min. [US\$ 100.000]

BD que inducen transacciones de otro BD y que reciben, pero no mantienen, instrumentos.

- Min. [US\$ 50.000]

BD que compran, vendan o rescatan cuotas de fondos de inversión o cuentas segregadas de compañías de seguro y no mantienen instrumentos o recursos de los clientes.

- Min. [US\$ 25.000]

Otros BD: No incluidos en lo grupos anteriores y que no mantengan instrumentos ni recursos de los clientes.

- Min. [US\$ 5.000]

Market – Makers (MM): No incluidos en lo grupos anteriores y que no mantengan instrumentos ni recursos de los clientes.

- [US\$ 2.500 * Cada instrumento en que opere como MM] < US\$ 1 millón.

BD que computan su CN sobre una base consolidada: Usando como deducciones los estándares de riesgo de mercado en todos o algunos de los instrumentos, en vez de por plazo, tipo de instrumento y grado de iliquidez del mismo; y los estándares de riesgo de crédito en las reducciones por posiciones de crédito que surgen de transacciones con instrumentos derivados, en vez de por activos que no se pueden convertir rápidamente en efectivo:

- Capital Tentativo > US\$ 1.000 millones. (Capital Tentativo: Capital antes de deducciones por riesgos de mercado y de crédito y aumentos por el valor neto de los instrumentos derivados, incluida la exposición neta con las contrapartes, incluido en los estados financieros).
- CN > US\$ 500 millones.

Requerimientos adicionales de Capital para BD que operen con acuerdos de retrocompra: Deberán mantener un CN adicional equivalente al 10% del:

- Exceso del valor de mercado de los Bonos de Tesorería, sujetos a acuerdos de retrocompra con cualquier contraparte, sobre el 105% del precio del contrato con esa contraparte.
- Exceso del valor de mercado de los instrumentos emitidos por una agencia del gobierno de EUA o hipoteca relacionada con instrumentos, sujetos a acuerdos de retrocompra con cualquier contraparte, sobre el 110% del precio del contrato con esa contraparte.
- Exceso del valor de mercado de otros instrumentos, sujetos a acuerdos de retrocompra con cualquier contraparte, sobre el 120% del precio del contrato con esa contraparte.

c) Endeudamiento Agregado (EA): Definición

Total de las obligaciones monetarias del BD que surgen producto de cualquier transacción e incluyen:

- Dinero prestado.
- Dinero pagadero contra instrumentos recibidos en préstamo e instrumentos en que ha fallado su recepción.
- Valor de mercado de los activos recibidos en préstamo, siempre que un valor equivalente no ha sido pagado o prestado.
- Saldos disponibles de clientes y no clientes.
- Saldos disponibles en cuentas de clientes y no clientes con posiciones cortas en instrumentos.
- Capital de las cuentas de futuros de commodities de clientes y no clientes.
- Saldos positivos en cuentas de commodities de clientes y no clientes.

Se deberá excluir del EA lo siguiente:

- Deuda respaldada adecuadamente por instrumentos que son mantenidos long por el BD y que no han sido vendidos, o instrumentos que respaldan una nota con demanda segura.
- Deuda respaldada con commodities spot, que son mantenidos long por el BD, y que no han sido vendidos.
- Montos a pagar contra instrumentos recibidos en préstamo, que son mantenidos long por el BD, y que no han sido vendidos o cuyos instrumentos respaldan una nota con demanda segura.
- Montos a pagar contra instrumentos cuya recepción ha fallado, que son mantenidos long por el BD, y que no han sido vendidos o cuyos instrumentos respaldan una nota con demanda segura.
- Montos a pagar contra instrumentos cuya recepción ha fallado, que son mantenidos long por el BD, y que no ha vendido o que tiene un compromiso de recepción de instrumentos del mismo emisor y cantidad.
- Saldo positivos en las cuentas de montos a pagar por instrumentos no recibidos aún del emisor y que están pendientes de pago por menos de 3 días comerciales.
- Patrimonio en las cuentas segregadas de clientes y no clientes.
- Reservas mantenidas para reembolso de costos de acuerdo con la Investment Company Act 1940.
- Montos a pagar debido a fondos o instrumentos que deben ser mantenidos en depósito en una CBR.
- Pasivos respaldados con activos para ser utilizados en el curso normal de los negocios del BD.

- Pasivos en contratos abiertos.
- Deuda subordinada respecto a los acreedores, sujeta a un acuerdo de subordinación satisfactorio.
- Pasivos de no clientes del BD que están efectivamente subordinados respecto a los acreedores.
- Saldos positivos en las cuentas de socios generales.
- Pasivos por impuestos diferidos.
- 85% del monto a pagar a un fondo de inversión relacionado a la entrega de cuotas adquiridas al mismo, pero atrasadas en su recepción.
- 85% del monto a pagar por instrumentos recibidos en préstamo, para los cuales el BD tiene facturas por la misma clase, emisor y cantidad de instrumentos recibidos en préstamo.

d) Capital Neto (CN): Definición

Corresponde al patrimonio neto del BD, ajustado por:

- (+) Utilidades no realizadas y (-) Pérdidas no realizadas: Considerar los valores de mercado de posiciones long y short en opciones listadas, instrumentos y commodities. Opciones no listadas: Diferencia entre el valor de ejercicio de la opción y el valor de mercado del activo subyacente.
- (+) Pasivos por impuestos diferidos.
- (+) Beneficios por futuros impuestos a la renta producto de pérdidas no realizadas, siempre que ellos se puedan utilizar para reducir los impuestos devengados.
- (-) Pasivos Subordinados contemplados en un contrato satisfactorio de subordinación.
- (-) Exceso de pasivos sobre activos no utilizados en el curso normal del negocio.
- (-) Activos que no se pueden convertir fácilmente en efectivo (descontados los pasivos incurridos en ellos): Activos fijos, gastos pagados por anticipado, cuentas por cobrar inseguras o parcialmente seguras, reclamos de seguros, déficit en acuerdos de retrocompra, 1% del valor de mercado de los instrumentos recibidos en préstamo y respaldados por una letra de crédito irrevocable, cuentas por cobrar a un relacionado al BD y valor de mercado de cualquier activo dado en garantía a un relacionado para asegurar el pago de un pasivo del BD.
- (-) Valor de mercado de las diferencias en instrumentos cortos, detectadas y no resueltas en determinado número de días: Tabla que parte en 25% para 7 días y termina en 100% para 28 días.
- (-) Valor de mercado de las diferencias en instrumentos long que fueron vendidos por el BD antes de ser resueltas, neto de las provisiones constituidas.

- (-) Securities Haircuts (SH): Reducción del % del valor de mercado de todos los instrumentos y opciones en la cuenta propietaria y otras cuentas del BD:
 - Emitidos o garantizados por los Gobiernos de USA y Canadá: Tabla que comienza con < 3 meses: 0% y termina en 25 años: 6%;
 - Instrumentos municipales: Tabla que comienza con < 30 días: 0% y termina entre 1,2 y 2 años: 1%.
 - Instrumentos rescatables de fondos mutuos y de inversión cuyo subyacente son: Money Market: 2%, Renta fija: 7%, Deuda no convertible: 9%.
 - Instrumentos de deuda a corto plazo - Efectos de comercio, aceptaciones bancarias y certificados de depósito clasificados en las tres mejores categorías de riesgo por dos clasificadoras de riesgo. Tabla que comienza con < 30 días: 0% y termina con < 1 año: 0,5%.
 - Instrumentos de deuda no convertibles clasificados en las cuatro primeras categorías de riesgo por dos clasificadoras: Tabla que comienza con < 1 año: 2% y termina en > 25 años: 9%. Si se trata de instrumentos cubiertos y emitidos por el gobierno de EUA, los porcentajes anteriores se reducen.
 - Instrumentos de deuda convertible en acciones: Si el valor de mercado es => 100% del capital: 15% y si es < 100% se aplican los % para instrumentos de deuda no convertible.
 - Acciones preferentes clasificadas en una de las cuatro primeras categorías por dos clasificadoras de riesgo y al día en el pago de dividendos: 10%
 - Otros Instrumentos: No contemplados anteriormente: 15%; Instrumentos convertibles o rescatables dentro de los próximos 3 meses: 0%.
 - Instrumentos con mercado limitado: Con > 3 Markets - Makers: 15% y con < 2 Market - Makers: 40%.
- (-) Concentración de Activos: Instrumentos money market, de una serie única de un emisor, underwritten, etc., que están long o short en una cuenta del BD, y cuyo valor de mercado represente > 10% CN del BD, antes de los Securities Haircuts, sufrirá una reducción adicional: 50% del porcentaje de los SH que exceda el 10% antes indicado. En el caso de Otros Instrumentos la reducción adicional será de 15%.
- (-) Instrumentos no Transables: 100% del valor de contabilización.
- (-) Obligaciones contractuales abiertas: Se aplican los % válidos para SH, pero un 30% a Otros Instrumentos.
- (-) BD que llevan cuentas de especialistas o actúan como sus garantes en opciones listadas: Deberán descontar de su CN los mismos montos considerados por el especialista para el cálculo de su CN, pero no podrán exceder de 10 veces su CN. Si se produce un déficit en la cuenta del especialista, el BD no podrá permitir cargos en ella y debe tomar acciones para solucionar el déficit. También deberán descontar cualquier deficiencia en el colateral requerido al especialista.
- (-) Cuentas de clientes con márgenes incompletos: Efectivo necesario para que las cuentas de clientes y no clientes cumplan con los márgenes requeridos.

- (-) Deuda respaldada por instrumentos eximidos: En vez de incluirlos como endeudamiento, se descuenta del CN el 4% del endeudamiento respaldado por activos eximidos.

e) Debt - Equity Requirements: Acuerdos de Subordinación (AS)

Ningún BD puede permitir que los acuerdos de subordinación (AS) excedan del 70% de su Debt – Equity Total (DET):

- $AS / DET < 0,70$ veces

DET = acuerdos de subordinación + valor par del capital + reservas de capital + utilidades retenidas + utilidades no realizadas - pérdidas no realizadas + otras cuentas de capital.

f) Limitaciones al retiro de capital:

No se puede retirar capital del BD, subsidiaria o relacionada con la que consolide, si producto de ello:

- $CN / [\text{Capital M\u00ednimo Requerido (CMR) en US\$}] < 1,2$ veces.
- $CN / SH < 0,25$ veces.
- $AS / DET > 0,70$ veces.
- RR – Si el BD se acoge a la alternativa EA y considerando todas las entidades con las cuales consolida, su Endeudamiento Agregado Consolidado (EAC) presenta: $EAC / CN > 10$ veces.
- RR – Si el BD se acoge a la alternativa AS y sus D\u00e9bitos Agregados (DA): $CN / DA < 0,05$ veces ($DA / CN > 20$ veces).

B. REQUISITOS DE LA NYSE REGULATIONS (NYSER)

Esta entidad de autorregulaci\u00f3n del New York Stock Exchange estableci\u00f3 en su NYSE Rules 325 – 465 las normas sobre “Operation of Member Organizations” y en particular los “Capital Requirements Member Organizations” (Rules 325 – 328), que

se refieren a los requisitos de capital iniciales, incremento del mismo y limitaciones a la operación del BD en caso de exceder determinados límites.

a) Capital Requerido (Rule 325)

Cada miembro del NYSE debe cumplir con los requerimientos de Capital Neto (CN) establecidos por el SEA 1934 en su Rule 15c3-1 y con los requerimientos adicionales de esta norma 325.

Además, deberá informar al NYSE si presenta los siguientes indicadores, considerando en su Capital Neto (CN) los retiros de capital programados para los próximos 6 meses:

- $CN / CMR < 1,5$ veces ($CMR / CN > 0,67$ veces).
- RR - Si el BD se acoge a la opción EA: $CN / EA < 0,10$ veces ($EA / CN > 10$ veces).
- RR - Si el BD se acoge a la opción AS: $CN / DA < 0,05$ veces ($DA / CN > 20$ veces)

Cada miembro debe informar al NYSE si su capital tentativo (CN antes de aplicar los SH y reducciones por concentración) ha disminuido = > 20% respecto al último informe entregado.

El NYSE puede establecer respecto a un miembro o a todos, en cualquier momento, requerimientos mayores a los antes indicados.

b) Incrementos del Capital Requerido (Rule 326(a))

Un miembro del NYSE que mantenga cuentas de clientes no podrá expandir sus operaciones si presenta las siguientes condiciones durante > 15 días bursátiles:

- $CN / CMR < 1,5$ veces ($CMR / CN > 0,67$ veces).
- RR - Si el BD se acoge a la opción EA: $CN / EA < 0,10$ veces ($EA / CN > 10$ veces).
- RR - Si el BD se acoge a la opción AS: $CN / DA < 0,05$ veces ($DA / CN > 20$ veces)

c) Reducción de Operaciones por Capital Requerido (Rule 326(b))

Un miembro del NYSE que mantenga cuentas de clientes deberá reducir sus operaciones a los niveles compatibles con la Rule 326 (a) si las siguientes condiciones se han presentado durante > 15 días bursátiles:

- $CN / CMR < 1,25$ veces ($CMR / CN > 0,80$ veces).
- RR - Si el BD se acoge a la opción EA: $CN / EA < 0,08$ veces ($EA / CN > 12$ veces).
- RR - Si el BD se acoge a la opción AS: $CN / DA < 0,04$ veces ($DA / CN > 25$ veces)

d) Préstamos no garantizados y Avances (Rule 326(c))

Un miembro del NYSE no podrá girar fondos o dar crédito a cualquier relacionado, o hacer retiros de capital previstos para los próximos seis meses, cuando se presente cualquiera de las siguientes condiciones:

- $CN / CMR < 1,50$ veces ($CMR / CN > 0,67$ veces).
- RR - Si el BD se acoge a la opción EA: $CN / EA < 0,10$ veces ($EA / CN > 10$ veces).
- RR - Si el BD se acoge a la opción AS: $CN / DA < 0,05$ veces ($DA / CN > 20$ veces)

3. RIESGO DE LIQUIDEZ

El tratamiento del riesgo de liquidez que se encuentra en la SEA y CFR se refiere a la obligación de mantener un cierto monto de activos líquidos que corresponde al Capital Neto (CN) tratado en el punto anterior sobre Riesgo de Solvencia. Dichos activos líquidos deben responder rápidamente y sin ninguna duda sobre su valor de ejecución por los problemas de solvencia que presente el BD y por ello el capital se ha depurado de aquellos activos considerados de difícil realización. Sin embargo, no se requiere una razón de liquidez mínima u otro indicador de liquidez que considere los estados financieros del BD.

Anexo 5: El Auto-regulador del mercado de Valores de Colombia y la SVS

En esta sección presentamos información sobre el auto-regulador del mercado de valores Colombia (AMV), y de la SVS con el objeto de ayudar en una primera impresión de la dimensión que podría tener el CABV que proponemos.

AUTOREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA (AMV)

Funciones

Antes de la entrada en vigencia de la ley de valores N° 964 de 2005, podía afirmarse que la autorregulación en el mercado de valores era una obligación de las sociedades comisionistas de bolsa que se ejercía a través de las bolsas.

No obstante, dicha ley entendió que la autorregulación comprende varias facetas, tales como la facultad de adoptar normas sobre el funcionamiento de la actividad de intermediación en el mercado de valores; la función de verificar el cumplimiento de dichas normas y de las demás normas del mercado de valores y la función de imponer sanciones a quienes no las cumplan.

El cambio sustancial introducido en la ley fue la ampliación del ámbito de la autorregulación a todas las personas que realicen intermediación de valores. En otras palabras, se está obligando a los bancos, corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial, fiduciarias, fondos de pensiones y compañías de seguros, entre otros, a tener un ente auto-regulador que cumpla con las tres funciones. Esta obligación entró a regir en julio de 2006 y se aplica en la medida en que los sujetos sean considerados como intermediarios de valores de conformidad con la regulación vigente.

Son varias las actividades que implica la función disciplinaria de un ente auto-regulador conforme a lo dispuesto en la ley. Destacamos algunos puntos que le corresponden al auto-regulador en ejercicio de esa función:

- Establecer procedimientos e iniciar de oficio o a petición de parte acciones disciplinarias por el incumplimiento de los reglamentos y de las normas del mercado de valores.
- Formular los cargos.

- Notificar a los investigados.
- Dar la oportunidad a los investigados para que se defiendan.
- Decretar, practicar y valorar pruebas.
- Determinar la posible responsabilidad disciplinaria de las personas investigadas.
- Imponer sanciones disciplinarias.
- Informar a la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) sobre las decisiones adoptadas.

El proceso disciplinario se rige por los principios de oportunidad, economía y celeridad y no se le pueden aplicar analógicamente otros procesos como el penal, el civil o el arbitral.

La disposición relativa a los procesos y acciones disciplinarias que se podrán dirigir tanto a los intermediarios del mercado de valores como a las personas naturales vinculadas a éstos, se eleva a carácter de ley y por ende sube de categoría. Pese a que este alcance ya se encontraba en los reglamentos de las bolsas, al dejarlos explícitamente en la ley, el legislador envió un mensaje claro en el sentido que los auto-reguladores deben supervisar y disciplinar también a las personas naturales que son en últimas quienes incurrir directamente en las infracciones.

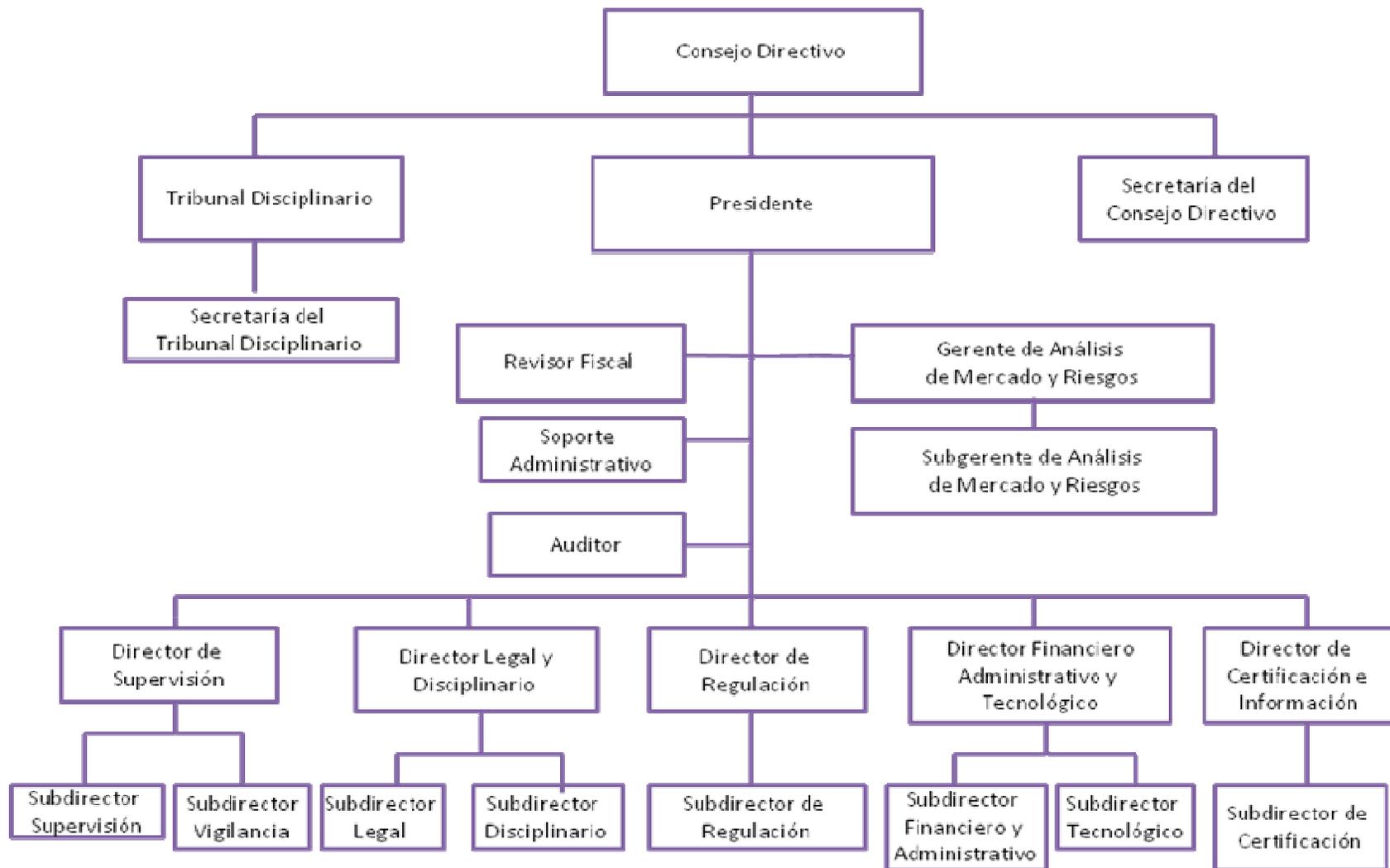
Las normas que adopten los auto-reguladores son de cumplimiento obligatorio, se presumen conocidos por quienes se encuentren sometidos a los mismos y deben ser previamente autorizadas por la SFC y ser cumplidas por las personas sobre las cuales tienen competencia. Así, el supervisor estatal continúa ejerciendo su tutela sobre el auto-regulador en la medida que autoriza sus reglamentos. En todo caso, la obligatoriedad y la presunción de conocimiento por parte del mercado influirán positivamente de modo tal que los agentes no aleguen el desconocimiento de los mismos cuando sobre ellos curse un proceso disciplinario.

Dispone también la ley unas reglas de juego sobre la admisión a un ente de autorregulación. En esta medida, el organismo de autorregulación podría negar la calidad de miembro a personas que no reúnan los estándares de idoneidad financiera o capacidad para operar, o los estándares de experiencia, capacidad o entrenamiento que hayan sido debidamente establecidos por dicho organismo. Es decir, al organismo auto-regulador le corresponderá establecer este tipo de estándares y verificar las condiciones de idoneidad, trayectoria y carácter de sus miembros. Se le faculta adicionalmente para requerir que los funcionarios de los miembros estén registrados en dicho organismo lo cual resulta necesario para que se cumpla adecuadamente con las finalidades de la autorregulación.

Los organismos de autorregulación podrán negar o cancelar la inscripción de personas que hayan sido expulsadas de alguna bolsa o de otros organismos de autorregulación o de un miembro que presente dificultades financieras o realice prácticas que pongan en peligro la seguridad de los inversionistas, a otros agentes del mercado o a la misma entidad de autorregulación. En estos eventos, se deberá informar previamente a la SFC.

El diagrama que sigue presenta un organigrama del AMV de Colombia.

Organigrama del AMV (Colombia)



Nómina de Empleados

La planta al finalizar el año 2008 quedó en 64 colaboradores con 1 vacante por cubrir.

La nómina de empleados representa el 53% del presupuesto de gastos, el cual se encuentra discriminado de la siguiente forma:

Gasto de Nómina de Empleados

Conceptos Promedio Mensual

Año 2008

	Pesos colombianos	Dólares de EEUU	Pesos chilenos
Salarios	\$ 268.651.872	US\$ 134.528	Ch\$ 72.644.610
Subsidio de transporte	\$ 190.514	US\$ 95.40	Ch\$ 51.516
Aportes seguridad social	\$ 46.426.296	US\$ 23.428	Ch\$ 12.553.868
Parafiscales	\$ 20.506.174	US\$ 10.268	Ch\$ 5.544.720
Prestaciones sociales	\$ 34.681.026	US\$ 17.367	Ch\$ 9.377.897
Bonificación	\$ 38.751.291	US\$ 19.405	Ch\$ 10.478.514
Total	\$ 409.207.173	US\$ 204.910	Ch\$ 110.651.361
Salario promedio mensual (64 empleados)	\$ 6.393.862	US\$ 3.202	Ch\$ 1.728.928
Gastos totales efectivos por empleado	\$ 147.101.250	US\$ 73.661	Ch\$ 39.776.804
Gastos Totales del AMV (año 2008)			
Mensuales	\$ 772.089.006	US\$ 386.623	Ch\$ 208.776.152
Anuales	\$ 9.365.068.072	US\$ 4.639.470	Ch\$ 2.505.313.824

Facturación y recaudación de contribuciones

Para el año 2008 se proyectaron ingresos por \$ 7.500 Millones. De estos, 35% son por contribución fija, 25% por número de operaciones, 25% por volumen de operaciones y el 15% restante por saldos de balance. Los resultados finales por cada tipo de contribución fueron los siguientes:

Contribución Valor Ingresos 2008

% de Participación

	Peso colombiano	Dólar de EEUU	Peso chileno	Porcentaje
Número de Operaciones	\$ 1.884.061.345	US\$ 943.441	Ch\$ 509.458.203	25%
Volumen de Operaciones	\$ 1.883.589.441	US\$ 943.205	Ch\$ 509.330.598	25%
Cuota Fija	\$ 2.607.783.191	US\$ 1.305.844	Ch\$ 705.155.669	35%
Saldos de Balance	\$ 1.126.479.401	US\$ 564.083	Ch\$ 304.604.823	15%
Total facturación	\$ 7.501.913.378	US\$ 3.756.573	Ch\$ 2.028.549.293	100%

Afiliaciones al AMV

Al 31 de diciembre de 2008 la AMV contaba con un total de 130 entidades inscritas en calidad de miembros. En la siguiente tabla se puede visualizar el porcentaje de entidades afiliadas de acuerdo con el sector al cual pertenece:

Tipo de afiliado	Número de instituciones	Porcentaje
Sociedades comisionistas de bolsa	36	27,6%
Fiduciarias	24	18,4%
Bancos	16	12,3%
Aseguradoras	14	10,7%
Compañías de financiamiento comercial	10	7,6%
Administradoras de fondos de pensiones y cesantías	6	4,6%
Instituciones especiales oficiales	6	4,6%
Entidades públicas	5	3,8%
Corporaciones financieras	3	2,3%
Capitalizadoras	3	2,3%
Administradoras de fondos de inversión	3	2,3%
Otros	2	1,5%
Sector real – corredores personas jurídicas	1	0,7%
Sociedades comisionistas independientes	1	0,7%
Total	130	100,0%

Presupuesto

El presupuesto de AMV busca que no se generen ni excedentes, ni déficit por lo cual se propende a mantener un nivel de ingresos iguales a los gastos que se proyectan para la operación. De esta manera, el procedimiento implica una minuciosa y cuidadosa proyección del gasto, en donde el rubro más importante es el de la nómina de empleados.

SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS DE CHILE (SVS)

Estructura orgánica



Dotación Efectiva año 2008 por tipo de Contrato y Género

Tipo de contrato	Mujeres	Hombres	Total
Indefinido (planta)	29	33	62
Plazo fijo (Anual)	118	113	231
Total dotación efectiva	147	145	293

Dotación Efectiva año 2008 por Estamento y Género

Estamento	Mujeres	Hombres	Total
Directivos	6	13	19
Profesionales	74	92	166
Fiscalizadores	52	27	79
Administrativos	15	14	29
Total dotación efectiva	147	146	293

Gastos Efectivos Año 2008

Gastos en Personal: \$ 6.608.961.000 (72% de los gastos totales)

Gastos Totales: \$ 9.176.778.000

Gastos Efectivos en Personal por Empleado Año 2008: \$ 22.556.181 US\$ 41.771

Gastos Efectivos Totales por Empleado Año 2008: \$ 31.320.061 US\$ 58.000

División Control de Intermediarios Valores

Funciones

La División Control Intermediarios de Valores (DCIV) tiene a cargo la supervisión y regulación de las actividades realizadas por las bolsas de valores, bolsas de productos, cámaras de compensación de instrumentos derivados, corredores de bolsa de valores, corredores de bolsas de productos y agentes de valores, contribuyendo de esta manera, a la existencia de mercados de valores y productos agropecuarios equitativos, ordenados, competitivos y transparentes.

Dentro de las funciones principales realizadas por esta División, se mencionan las siguientes:

- Supervisión en terreno de sus fiscalizados a través de auditorías orientadas a la gestión de riesgo, tanto integrales como aquellas que abordan temas más específicos.
- Supervisión permanente de la información relativa a sus fiscalizados, ya sea ésta de carácter financiero, operacional o de otra índole, que sea necesaria para el conocimiento de los riesgos que enfrentan estas entidades en el desarrollo de sus actividades.
- Análisis de propuestas y proyectos por parte de entidades fiscalizadas, con la finalidad de proporcionar la visión técnica sobre la implementación de nuevas actividades o negocios.
- Elaboración de normas y dictación de instrucciones dirigidas a las entidades fiscalizadas.
- Vigilar el cumplimiento de la normativa vigente por parte de sus fiscalizados y proponer medidas disciplinarias ante la detección formal de infracciones.
- Autorización de existencia de Bolsas de Valores y de Productos, y Cámaras de Compensación.
- Aprobación de reglamentos y manuales de las Bolsas de Valores y Bolsas de Productos Agropecuarios.
- Inscripción en los respectivos Registros, de corredores de bolsa de valores, agentes de valores y corredores de bolsas de productos.
- Inscripción de productos en el Registro de Productos Agropecuarios.

- Análisis de información para la cancelación de inscripción en los registros de las entidades que fiscaliza.
- Aprobaciones de planes de APV y APVC propuestos por corredores de bolsa y sus modificaciones.
- Elaboración de informes sobre materias del mercado de valores y de productos agropecuarios.
- Atender consultas, reclamos y denuncias de las entidades fiscalizadas o inversionistas.
- Determinación del precio de los instrumentos para efectos de posesión efectiva

Dotación

Cargos	Número	Remuneración bruta mensual
Jefe de división	1	\$ 4.757.873
Abogado jefe	1	\$ 4.195.944
Coordinador auditoría	1	\$ 3.980.400
Analista senior	4	\$ 2.638.712 (*)
Analista	6	\$ 1.530.559 (*)
Auditor senior	2	\$ 1.938.145 (**)
Auditor	8	\$ 1.505.780 (**)
Total	23	\$ 48.594.947
Remuneración bruta promedio mensual		\$ 2.112.823
Total de remuneraciones brutas anuales		\$ 583.139.364

(*) = Promedio por analista

(**) = Promedio por auditor

No se ha considerado en la DCIV personal de informática, legal, administración interna y apoyo administrativo porque no se encuentra detallada por división en el sitio Web de la SVS y por lo tanto se desconoce la asignación de dicho tipo de personal a cada una de ellas.