

**SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO**

**19**

**FONDOS DE PENSIONES Y DESARROLLO  
DEL MERCADO DE CAPITALES  
EN CHILE: 1980-1993**

**Patricio Arrau Pons**



**COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE  
PROYECTO REGIONAL CONJUNTO CEPAL/PNUD  
POLITICAS FINANCIERAS PARA EL DESARROLLO**

**SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO**

**FONDOS DE PENSIONES Y DESARROLLO  
DEL MERCADO DE CAPITALES  
EN CHILE: 1980-1993**

**Patricio Arrau Pons**



**NACIONES UNIDAS**

**COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE  
PROYECTO REGIONAL CONJUNTO CEPAL/PNUD  
POLITICAS FINANCIERAS PARA EL DESARROLLO**

**Santiago de Chile, mayo de 1994**

LC/L.839  
Mayo de 1994

Este trabajo fue preparado por el Consultor señor Patricio Arrau Pons, Asesor del Ministerio de Hacienda de Chile.

Los puntos de vista expresados en este estudio, el cual no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad de su autor y pueden no coincidir con los de la Organización.

## ÍNDICE

	<i>Página</i>
Prefacio .....	5
I. INTRODUCCIÓN .....	7
II. ASPECTOS CONCEPTUALES .....	11
1. Rol del mercado de capitales .....	11
2. Fallas en mercados de capitales .....	12
3. Conflictos de interés .....	14
4. Principios de regulación .....	15
III. EVOLUCIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES E INSTITUCIONALIDAD DEL MERCADO DE CAPITALES .....	19
1. Crecimiento de los fondos de pensiones .....	19
2. Enfoques reguladores con anterioridad a 1980 .....	19
3. La legislación de mercado de capitales entre 1980 y 1993 .....	21
4. La reforma legal de 1993 .....	25
5. Algunos temas pendientes .....	28
IV. HACIA UNA REGULACIÓN DE CONGLOMERADOS FINANCIEROS .....	31
1. Regulación de conglomerados financieros .....	31
2. Conglomerados financieros en Chile .....	33
3. Propuesta de organización de conglomerados financieros .....	38
V. CONCLUSIONES .....	41
Notas .....	41
BIBLIOGRAFÍA .....	45

## Prefacio

Desde mediados de los años ochenta ha surgido en los países de América Latina y el Caribe un renovado interés por impulsar el desarrollo de sus mercados de capital. Este interés se relaciona principalmente con una de las carencias más significativas de los sistemas financieros de los países de la región: el insuficiente desarrollo de instituciones e instrumentos financieros de captación y canalización de fondos de mediano y largo plazo hacia la inversión.

Con miras a contribuir al análisis de los factores y las políticas que inciden en el desarrollo de los mercados de capital, el proyecto regional conjunto CEPAL/PNUD "Políticas Financieras para el Desarrollo" RLA/92/003, encomendó cuatro estudios especializados sobre este tema en 1993. Estos estudios abordaron respectivamente las experiencias de Chile, Ecuador, México y de un grupo de países centroamericanos. El estudio de Chile enfatiza la relación entre los fondos de pensiones, que surgieron con la reforma al sistema de pensiones de 1981, y el acelerado desarrollo que ha experimentado el mercado doméstico de capitales en los años siguientes. El trabajo sobre Ecuador señala los factores que han provocado el estancamiento de las bolsas de valores de Quito y Guayaquil, y las modificaciones macroeconómicas e institucionales que han tenido lugar desde fines de los ochenta —incluyendo una reciente reforma a la ley del mercado de valores— sobre la base de las cuales se espera el relanzamiento del mercado doméstico de capital en la década del noventa. El estudio sobre México destaca el vigoroso desarrollo de instrumentos financieros y de la institucionalidad financiera doméstica como un requisito decisivo para atraer desde 1990 substanciales fondos externos en la forma de inversiones internacionales de cartera. El trabajo sobre países centroamericanos aborda las condiciones y las políticas encaminadas a promover un desarrollo integrado de sus bolsas de valores, considerando la limitación natural que impone la estrechez de sus mercados domésticos de valores.

Esta publicación presenta el estudio sobre "Fondos de Pensiones y Desarrollo del Mercado de Capitales en Chile: 1980-1993" que elaboró el Sr. Patricio Arrau Pons. El autor aborda en primer término el rol del mercado de capitales y los factores que justifican su regulación. Enseguida analiza la evolución de los fondos de pensiones y la institucionalidad del mercado de capitales. La velocidad de crecimiento de los fondos abrió un fuerte desafío por crear una sólida institucionalidad financiera a fin de canalizarlos hacia usos socialmente rentables, a través de una gama de instituciones e instrumentos financieros sujetos a estrictas normas de regulación y supervisión prudencial. A juicio del autor, el desarrollo institucional que se ha logrado ha sido un factor decisivo en la creciente consolidación del nuevo sistema de pensiones. Entre los temas pendientes que ha traído consigo el desarrollo que ha experimentado el mercado de capitales, está la regulación de conglomerados financieros. El estudio concluye con una propuesta específica de organización de conglomerados financieros en Chile.

El autor agradece los comentarios de Carmen Celedón, Günther Held, Guillermo Le Fort y Andras Uthoff, a una versión previa de este trabajo, y la colaboración de Francisco Bernasconi.

## I. INTRODUCCION

Desde que Chile reformó su sistema de pensiones de reparto en 1981, el más antiguo de latinoamérica, y lo sustituyó por un sistema de capitalización individual con inversión de fondos en el mercado de capitales, muchos otros países han seguido un curso similar. Entre ellos se encuentra una larga lista de países latinoamericanos que van desde Perú —que ya inició un sistema prácticamente idéntico al chileno— hasta países como Argentina, Bolivia, Colombia, México, Paraguay y Uruguay que tienen reformas similares en los respectivos congresos o están actualmente considerando legislar al respecto. Países desarrollados como Australia, en 1992, y Suiza, en 1985, también han realizado reformas a sus sistemas de pensiones con acumulación de fondos en el mercado de capitales.

Este trabajo explora un tema que probablemente es de menor importancia para Australia y Suiza, pero que tiene gran trascendencia para los países en desarrollo que han elegido este sistema de pensiones. El sistema de pensiones con acumulación de fondos requiere de un sólido mercado de capitales. Diversos autores ven, en la débil o nula solidez institucional del mercado de capitales existente en los países en desarrollo, una de las principales fuentes de preocupación con respecto al sistema de capitalización individual chileno (Arellano, 1986; Mesa-Lago, 1990). Pareciera que muchos de los países que están considerando la reforma chilena como un modelo por seguir no han dado debida consideración a este aspecto (Arrau y Bitrán, 1992). Al revisar la experiencia chilena por lo que respecta, este trabajo plantea algunas señales de advertencia.

Simultáneamente con el crecimiento de los fondos de pensiones en Chile, se avanzaba aceleradamente en crear una sólida institucionalidad del mercado de capitales, lo que a nuestro juicio es la verdadera causal del éxito que hasta ahora exhibe la reforma chilena. El Decreto Ley 3 500, que crea el sistema, ha sido modificado 21 veces entre 1981 y 1992, sin contar las nuevas leyes y las múltiples modificaciones de las leyes y normas del mercado de capitales. Actualmente se encuentra en el Senado de la República una nueva reforma de las leyes del mercado de capitales, incluido el DL 3 500, que representa un nuevo y fundamental paso en el camino de consolidación del sistema de pensiones privado en Chile. Así, podemos decir que después de doce años de funcionamiento del sistema de pensiones privado en Chile, el desarrollo del mercado de capitales ha estado a la altura del desafío. Sin embargo, doce años representan sólo una fracción del período de transición de la reforma de pensiones, puesto que este período abarca una generación completa. Los fondos de pensiones se estabilizarán en un valor entre una y dos veces el PIB, cuando el sistema termine la transición en el primer cuarto del próximo siglo. Por lo tanto, no sólo se revisa cómo la experiencia chilena ha sorteado el desafío de profundizar el mercado de capitales, sino que también los desafíos que este sistema enfrenta por delante.

Los cuadros resumen la evolución de los fondos de pensiones en Chile junto a indicadores del desarrollo del mercado de capitales. Los montos transados anualmente en acciones se han multiplicado por 3 en relación al PIB entre 1980 y 1992 (cuadro 1). Sin bien éste no parece un factor demasiado alto, es necesario tener presente que, en 1980, el mercado de acciones se encontraba en el *peak* de una burbuja especulativa. Como

DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES Y DEL FONDO DE PENSIONES  
(Porcentaje del PIB, en base a cifras nominales)

		Inversionistas institucionales									
		Montos transados en bolsa					Inversionistas institucionales				
Accioneros	Acciones	Renta fija	Intermediación financiera		Patrimonio bursátil	Reservas compañías de seguros	Fondos de pensiones	Fondos mutuos	Fondos de inversión del capital extranjero	Bonos emitidos por empresas	M7-M1
			1/	2/							
			%	%	%	%	%	%	%	%	%
1980	1.99	0.21	2.66	34.09	1.63	-	2.59	-	-	0.18	NA
1981	1.15	0.29	4.50	21.60	1.54	0.93	2.09	-	-	0.29	27.94
1982	0.67	3.74	12.59	26.05	2.40	3.62	2.51	-	-	1.70	32.98
1983	0.33	6.17	3.62	14.60	2.58	6.41	0.55	-	-	1.50	31.53
1984	0.27	5.66	3.62	14.26	3.28	8.54	0.54	-	-	1.53	34.69
1985	0.36	11.62	10.13	14.36	3.51	10.93	0.78	-	-	1.57	40.33
1986	1.87	27.38	18.50	25.62	4.10	13.37	1.28	-	-	0.89	42.65
1987	2.85	33.66	28.92	29.85	4.67	14.92	1.56	-	-	1.49	47.61
1988	2.97	39.76	46.53	31.84	4.83	16.48	1.70	-	-	2.20	47.77
1989	3.61	51.82	40.95	41.60	5.74	19.69	1.43	-	0.42	3.75	54.78
1990	3.12	56.49	21.43	54.22	7.36	26.56	1.72	-	1.81	4.99	63.54
1991	6.53	42.03	31.82	95.90	8.69	34.54	2.90	-	3.27	6.14	66.57
1992	5.73	63.17	46.45	82.49	9.29	34.53	2.62	-	3.03	5.49	68.97

Fuentes: 1/ al 4/, Bolsa de Comercio de Santiago.

5/ y 7/ al 9/, Superintendencia de Valores y Seguros.

6/, Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones.

10/, Banco central de Chile.

Notas : 1/ Incluye transacciones en rueda y remates de acciones inscritas y no inscritas en bolsa.

2/ Corresponde a bonos, letras hipotecarias, pagarés bancarios, pagarés de Tesorería e instrumentos reajustables de largo plazo o del Banco Central transados tanto en rueda como fuera de rueda.

3/ Se refiere a efectos de comercio, depósitos a plazo reajustables y no reajustables, pagarés descontables del Banco Central y pagarés reajustables del Banco Central transados tanto en rueda como fuera de ella.

4/ Calculado a precio de mercado, para la totalidad de las sociedades inscritas en la Bolsa de Comercio de Santiago.

5/ Las reservas de las compañías de seguros están invertidas en títulos inmobiliarios y financieros permitidos.

6/ La totalidad de los fondos previsionales acumulados en las A.F.P.

7/ y 8/ Es el patrimonio de los fondos, de propiedad de los participantes.

9/ Corresponde al stock total de deuda vigente por emisión de bonos de empresas, tanto públicas como privadas.

10/ Calculado a partir de los saldos a fin de diciembre de cada año.

vemos, en los años 1981 a 1983 los montos transados en relación al PIB caen fuertemente a pesar de la fuerte caída del PIB en 1982-83. Además, el PIB ha crecido a tasas superiores al 6% real desde 1985. (Los montos accionarios transados en dólares se cuadruplicaron entre 1980 y 1992.) Los montos transados en renta fija e intermediación han crecido fuertemente, aun en relación al PIB. Los montos transados en bonos y papeles a largo plazo llegaron a un 63% del PIB en 1992, mientras que los montos transados en efectos de comercio y otros instrumentos de menor plazo (intermediación financiera) han llegado hasta niveles de 46% del PIB. Ambos tipos de transacciones eran insignificantes en 1980. Por otra parte, el patrimonio bursátil ha crecido desde 20 y 30% a principios de la década hasta más de 80% en 1992.

Es difícil pensar que esta actividad bursátil no esté íntimamente asociada con el crecimiento de los volúmenes de fondos manejados por los inversionistas institucionales, especialmente liderados por los fondos de pensiones. Estos llegan en 1992 a un 35% del PIB, las Compañías de seguros a un 9% del PIB, mientras los fondos de inversión extranjeros y mutuos suman 5.6% del PIB. Por último, las grandes empresas han tenido acceso directo a financiamiento de largo plazo mediante la colocación de bonos con los fondos de pensiones. En 1992 la deuda vigente en bonos es de 6% del PIB.

Así, es probable que esta actividad y el surgimiento de instrumentos financieros haya estado motivada o "tirada" por la demanda de los inversionistas institucionales, principalmente los fondos de pensiones. Sin embargo, este trabajo no está enfocado a dilucidar esta hipótesis, puesto que más que constatar la correlación positiva entre la acumulación de fondos y el desarrollo del mercado de capitales es poco lo que se puede hacer. Más bien, el trabajo está principalmente abocado a señalar el marco institucional del mercado de capitales que se requiere para que el sistema de pensiones con acumulación de fondos y administración privada se consolide. Es una necesidad imperiosa para cualquier país que desee un sistema de pensiones con acumulación de fondos en que, simultáneamente, se dediquen energías para desarrollar la institucionalidad que el sistema requiere. Este proceso no es automático y requiere la decidida voluntad de la autoridad de llevarlo a cabo. Tampoco es necesario tener un sistema previo demasiado profundo para la implementación de la reforma, aunque se requiere la claridad de avanzar prioritariamente en las leyes y regulación del mercado de capitales a medida que el sistema se consolide.

En la sección II se revisa un marco conceptual que nos ayude a comprender la institucionalidad que se requiera en el mercado de capitales. La sección III describe la evolución institucional del mercado de capitales en Chile en los últimos doce años, incluida la reforma legal actualmente en el Congreso de la República. En esta sección también se plantean algunos temas que es valioso abordar en el futuro inmediato. Por último en la sección IV, un tema que merece especial cuidado en los próximos años es la necesidad de un enfoque de regulación de los conglomerados financieros. Finalmente, la sección V resume las principales conclusiones.

## II. ASPECTOS CONCEPTUALES

En esta sección discutimos aspectos conceptuales que nos ayuden a definir lo que entendemos por mercado de capitales desarrollado. Este marco conceptual se toma en buena medida de Stiglitz (1993).

### 1. Rol del mercado de capitales

Por mercado desarrollado se entiende un mercado llamado a cumplir sus roles en forma eficiente. Stiglitz (1993), identifica siete roles para el mercado financiero:

**Transferencia de recursos de capital.** Desde quienes lo tienen, ahorrantes, a quienes pueden darle un buen uso, inversionistas.

**Acumulación de capital.** Dado que el tamaño de los proyectos es a menudo mayor que una fuente de recursos particular.

**Selección de proyectos e inversionistas.** Con frecuencia existe un mayor número de individuos que creen tener un buen proyecto relativo a los recursos disponibles para llevarlos a cabo.

**Monitoreo del uso de los recursos.** Como un modo de asegurar que serán utilizados de la manera convenida.

**Asegurar que los contratos se cumplan.**

**Transferir, compartir y diversificar riesgos.**

**Llevar cuenta de los registros de las transacciones.**

Según estos roles, el mercado de capitales debe alcanzar un importante desempeño en la provisión de medios de pago. Como se observará, el asignar recursos en forma intertemporal, lo que usualmente es el más enfatizado, no es el único. Los roles en cuanto a manejo y diversificación de riesgos y procesamiento de información con respecto a proyectos, inversionistas e instituciones son tanto o más importantes que el primer rol. Un mercado de capitales desarrollado es aquel cuyo diseño institucional permita que se realicen los roles en la forma lo más eficiente posible. Existe consenso acerca de que el mercado para que pueda funcionar con eficiencia deberá ser necesariamente un mercado regulado. Como se argumentará en esta sección, el más simple de los diseños institucionales, el mercado competitivo libre, no puede ser eficiente.

En el caso del sistema de pensiones chileno con acumulación de fondos, los actuales trabajadores y futuros pensionados son los ahorrantes, quienes están obligados a ahorrar un porcentaje de su sueldo para financiar sus futuras pensiones. Estos ahorros son depositados en instituciones del mercado de capitales, las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), que deben invertirlos en el mercado de capitales a cuenta de los afiliados del sistema.<sup>1</sup>

Es por tanto necesario separar dos dimensiones cuando analizamos la relación entre mercado de capitales y fondos de pensiones. Por una parte, interesa discutir los aspectos generales de la institucionalidad de un mercado de capitales desarrollado y eficiente, de manera que el mercado provea buenos instrumentos a los fondos de pensiones; y por otra, se debe tener presente los aspectos institucionales específicos de un sistema de

acumulación de ahorro forzoso, administrado por compañías privadas que invierten grandes volúmenes de fondos de terceros.

## 2. Fallas en mercados de capitales

La recolección y procesamiento de información y la manera en que ésta sea realizada es la actividad esencial que determinará si el mercado de capitales puede o no realizar los roles señalados en forma socialmente eficiente. El modelo competitivo simple supone información perfecta sobre precios y calidad de los bienes que se transan, lo que permite a los participantes del mercado expresar sus demandas y ofertas en forma socialmente óptima. Además, en dicho modelo la información es exógena, es decir, no se afecta por las decisiones de los agentes. Aunque esta versión es extrema, con información menos que perfecta, por ejemplo asimetrías con respecto a la calidad, el mercado desregulado aún puede funcionar eficientemente desarrollando mecanismos de bajo costo para producir la información necesaria. Los costos por pérdida de reputación pueden ser muy grandes lo que crea fuertes incentivos para no abusar de asimetrías de información. Este es probablemente el caso en muchos mercados de bienes y servicios, donde ya sea que la información relevante del bien se obtiene a bajo costo, incluso, sólo con observarlo, donde se pueden desarrollar mecanismos de control y certificación de calidad, o por último, donde el carácter continuo de las transacciones implica que la amenaza de no transar en el futuro, si se pierde una reputación de calidad, es un gran desincentivo al abuso.

Sin embargo, en el mercado de capitales no se da ninguno de estos supuestos. La naturaleza de este mercado implica que la información relevante es muy costosa de obtener y los mecanismos de reputación son débiles como desincentivo a abusos. Puesto que los problemas de información están en el corazón del funcionamiento del mercado de capitales, revisaremos en forma más sistemática las fallas de mercado asociadas a problemas de información. La información crea fallas de mercado en tanto: a) la información es un bien público; b) la producción de la información crea externalidades; c) la producción de la información es costosa, con características de "costos hundidos" (*sunk costs*) por lo que los mercados intensivos en información costosa serán necesariamente de competencia imperfecta. Los problemas de competencia imperfecta vienen por el lado de la oferta y de la demanda. A continuación se profundiza en estos problemas.

**Información como bien público.** Un primer conjunto de fallas del mercado de capitales está asociado a la característica de bien público que tiene la información. Como todo bien público, la solución competitiva implica una producción de información que será subóptima (producción menor que el óptimo). Este hecho tiene consecuencias para la toma de decisiones de las instituciones financieras las que, al saberse monitoreadas en forma insuficiente, pueden tener incentivos a tomar más riesgo que el que estarían dispuestos a aceptar los acreedores informados, extrayendo valor de ellos. Una segunda consecuencia de esta insuficiencia de monitoreo será que las instituciones gozarán de menor confianza del público y, por lo tanto, el público canalizará menores recursos a través de ellas, lo que implica una asignación subóptima de fondos a dichas instituciones.

**Información y externalidades.** Una importante externalidad surge por problemas de contagio. Debido a que la información que se tenga sobre cualquier institución es necesariamente imperfecta, la falla de una institución financiera afectará a las otras. La presencia de malas firmas que colocan acciones afectará la capacidad de buenas firmas para colocar acciones y levantar capital.

Un caso extremo de esta externalidad es el riesgo sistémico, que es una de las principales justificaciones para la intervención del gobierno en el sistema financiero. La caída de un banco tendrá un impacto de señal de crisis que puede afectar fuertemente al sistema de pagos, al generarse una reacción sistémica de corrida bancaria. En estas circunstancias, el gobierno no puede comprometerse creíblemente a no intervenir, con lo cual surge un seguro de facto, especialmente en las grandes instituciones. El gobierno, por tanto, es un asegurador involuntario de los pasivos de los bancos lo que desestimula el monitoreo de los acreedores de éstos. Surgen entonces los tradicionales problemas de riesgo moral y de selección adversa asociados con la provisión de seguros.<sup>2</sup> El comportamiento de las instituciones aseguradas será afectado en la dirección de preocuparse menos del evento contra el cual están aseguradas, es decir la quiebra, lo que estimula la toma de riesgo.<sup>3</sup>

Algo similar ocurre con las compañías de seguros que ofrecen rentas vitalicias a los jubilados del nuevo sistema de pensiones. Es difícil pensar que el Gobierno pueda evitar verse involucrado con un aval implícito si quiebra una compañía de seguros de vida que proporciona rentas vitalicias a miles de jubilados del nuevo sistema. Es muy probable que, en ese caso, el gobierno no pueda desentenderse y termine pagando las rentas vitalicias con recursos públicos. Al igual que en el caso de los bancos, al estar los acreedores (pensionados) asegurados, las compañías de seguros de vida tendrán un incentivo para una toma excesiva de riesgo en virtud de la alta relación deuda-capital con que funcionan. Por lo tanto, el sistema de pensiones de capitalización individual extiende a las compañías de seguros el tradicional problema de seguro implícito que afecta a los bancos.

**Información y competencia imperfecta.** Un mercado con fuertes costos de entrada normalmente será un mercado mejor descrito como de competencia imperfecta cuando esos costos de entrada no se pueden recuperar a la salida (costos hundidos o *sunk costs*). La recolección de información en el mercado financiero será usualmente de este tipo. No todas las instituciones se informarán igualmente de los potenciales inversionistas o de sus proyectos debido a estos costos, por lo que un alto número de instituciones en el mercado no es garantía de competencia. Cada inversionista tendrá una o dos instituciones de financiamiento, y algunas prestarán con mayor información que otras. Por esta razón no existe en el mercado del crédito, con un precio de equilibrio competitivo, que iguale la oferta y la demanda.<sup>4</sup> Por otra parte, si los costos son fijos y no dependen de la cantidad prestada, entonces habrá una relación de monopolio natural con respecto a un deudor en particular.

Los problemas de riesgo moral y de selección adversa que existen en todos los mercados financieros son la principal fuente de los elevados costos de transacciones. Los contratos financieros incluyen componentes de seguro, porque existe una probabilidad de que el contrato no se respete (por ejemplo, una deuda no se pague) lo que genera la necesidad de gastar en información para protegerse de los incentivos al riesgo moral y de selección adversa. Los problemas de selección adversa pueden ser tan fuertes que, incluso, puede hacer que un mercado desaparezca. Esto en parte explica lo poco profundo del mercado accionario en muchos países en desarrollo, especialmente, cuando no existen leyes de entrega de información y fiscalización apropiadas. En esos casos, quienes ofrecen acciones lo hacen porque ellas están sobrevaloradas, lo que resta credibilidad y profundidad al mercado.

La competencia imperfecta de los mercados intensivos en información no sólo surge por el lado de la oferta, sino que también del lado de la demanda. Puesto que la información también es un insumo importante de la formación de demandas, los costos de información generarán consumidores que transan desinformados. Este es el típico caso de los pequeños depositantes de un banco que simplemente no tienen la capacidad de

informarse de los aspectos relevantes de su institución. También será el caso de los afiliados de las AFP y de los pensionados de las compañías de seguros, quienes no tienen la capacidad de comprender la complejidad de elementos que están envueltos en el contrato que están demandando. Esto lleva a estrategias perversas por parte de los oferentes de los servicios, quienes se basan en aspectos accesorios con el fin de captarlos. Así surge un desproporcionado crecimiento de la fuerza de ventas de las instituciones oferentes de servicios con el fin de convencer *in situ* sobre las bondades de una determinada AFP o renta vitalicia. Son comunes los regalos, viajes y pagos al contado para tentar al usuario. Otro efecto perverso de usuarios desinformados es estimular a las AFP a estrategias de *marketing* basadas en rentabilidades de corto plazo. Difícilmente puede estar en el interés del afiliado decidirse por la rentabilidad del último año de una determinada AFP, cuando le faltan 30 o más años para jubilarse.

En ocasiones, la solución a este problema consiste en estandarizar y limitar la manera en que la información es entregada a los usuarios.

El tema de estandarizar la información o forzar a que la información llegue de manera que evite los problemas antes mencionados ha generado un debate de fuerte contenido ideológico sobre la soberanía del consumidor y la libertad para elegir. Quienes adoptan la postura de no regular ignoran un aspecto fundamental de la opción a elegir en mercados financieros, donde la naturaleza de la demanda por servicios financieros no es comparable a la demanda de bienes en teoría del consumidor.

En "teoría del consumidor" no se cuestiona si los gustos del consumidor son buenas o malas. Es el consumidor soberano quien decide y manifiesta su soberanía en el mercado, informado de las características del producto que compra. Sin embargo, en los mercados financieros, un parámetro de vital importancia para expresar la demanda por un determinado servicio es la información subjetiva que se tenga sobre la probabilidad de que el servicio sea entregado como lo estipula el contrato. En general, esta información o apreciación subjetiva será demasiado imperfecta en el caso de afiliados al sistema de pensiones o pequeños depositantes. Si la información es errónea, por ejemplo, con respecto a la solvencia de la institución que ofrece el servicio, o bien, si se opta por comprar el servicio en una institución sin saber que otra puede ofrecer el mismo servicio a un costo inferior, entonces es el "consumidor soberano" el que pierde. El gobierno tiene aquí un rol fundamental de regulación para crear una institucionalidad que promueva la competencia y elimine los costos sociales del mercado desregulado.

### 3. Conflictos de interés

Los problemas de información señalados implican que la información será imperfecta, y los agentes tendrán distintos grados de información relevante a la hora de transar. Con frecuencia los proveedores de servicios financieros se encontrarán con ventajas en su relación con el cliente. Cuando un proveedor de servicios financieros enfrenta dos soluciones en el cierre de un negocio con un cliente, una de las cuales lo favorece a él en desmedro del cliente y la otra es mejor desde el punto de vista del cliente, entonces se presenta un conflicto de intereses entre los intereses suyos y los del cliente (Herring y Santomero, 1990). También hay conflictos de intereses cuando se está en una posición de favorecer a un cliente o grupo de clientes en desmedro de otro grupo.

El sistema de fondos de pensiones con administración privada de grandes volúmenes de fondos de terceros presenta múltiples oportunidades de conflictos de interés entre los administradores de los fondos y los afiliados o dueños del fondo mismo. La información sobre transacciones de los fondos es valiosa para anticiparse a una

compra o venta de los fondos de pensiones cuando los mercados no son profundos y los precios pueden ser afectados con estas transacciones. Este será el caso en los países en desarrollo que tienen mercados bursátiles poco profundos. Los operadores de bolsa que transan con recursos propios y de terceros en ocasiones se encuentran en una posición de asignar *ex post* las mejores transacciones para las cuentas propias y las peores para las cuentas de terceros. En ocasiones, el propio oferente de servicios tomará medidas para generar confianza en sus clientes. Grabaciones de las transacciones, explicitando a nombre de quien se realizan, son un tipo de resguardo para evitar estos conflictos y atraer a los inversionistas más sofisticados.<sup>6</sup> Sin embargo, con clientes menos sofisticados (por ejemplo, ahorrantes forzosos) el mercado no desarrolla dicho mecanismo por sí solo.

#### 4. Principios de regulación

En el contexto de las fallas de mercado que hemos revisado, el gobierno tiene un importante rol que cumplir. Ese rol es el de crear la institucionalidad necesaria para que el mercado funcione eficientemente ya que éste no puede funcionar por sí sólo. Para ello, el gobierno tiene ciertas ventajas que el sector privado no puede suplir, por ejemplo, éste puede usar su poder de cohesión para imponer reglas y normas sobre apertura de información aminorando problemas de riesgo moral. Por otra parte, el gobierno puede usar su poder legal para fiscalizar el comportamiento abusivo y evitar fraudes o delitos que surjan en las transacciones del sector financiero con información imperfecta. Por último, el gobierno puede absorber mejor los costos sociales de perturbaciones macroeconómicas o del ciclo económico, puesto que tiene la habilidad de transferir riesgos y recursos a través de generaciones, mientras que el mercado financiero sólo puede diversificar riesgo idiosincrásico.

Otro aporte que puede hacer el gobierno es proveer un mercado de deuda pública a diferentes plazos de manera que el mercado tenga la estructura temporal de tasas libre de riesgo. Así, los agentes del mercado sólo deberán evaluar el *spread* de riesgo por sobre el papel libre de riesgo (papel público) y no el nivel absoluto de las tasas de interés, lo que simplifica la operación del mercado.

En todo caso, al diseñar la regulación e institucionalidad del mercado de capitales debe tenerse presente que el gobierno también enfrenta desventajas. Es decir, él también falla. Por ejemplo, el gobierno tiene una marcada desventaja al evaluar el riesgo de proyectos específicos, monitorear el riesgo de crédito y definir primas de riesgo por sobre la tasa libre de riesgo. Es por ello que los préstamos directos de éste al sector privado han sido en general malas experiencias. Los reguladores frecuentemente pueden enfrentar incentivos propios y posponer el reconocimiento de problemas para no reconocer su responsabilidad. Este ha sido un problema grave de la crisis del sistema de ahorro y préstamos de los Estados Unidos en los años ochenta.

El sector público también enfrenta serias limitaciones de recursos y salarios para mantener funcionarios altamente calificados y evitar que sean "captados" por el sector privado. Finalmente, otra área de problemas en el diseño de la regulación es que el gobierno no tiene incentivos para diseñar una regulación de bajo costo.

A continuación se revisará la racionalidad de la regulación por incentivos y por restricciones, para luego discutir las ventajas y desventajas de la regulación por reglas, o discrecionalmente.

**Regulación por incentivos.** Un tipo de diseño regulatorio consiste en alinear los incentivos que enfrenta el regulador y el regulado. Por ejemplo, al exigir mayores requerimientos de capital a un banco o compañía de seguros, la administración tendrá mayores

incentivos para manejar con prudencia sus negocios, puesto que hay un importante componente de capital de los accionistas al riesgo. En el caso de la industria de pensiones, las administradoras no tienen un incentivo bien alineado con los afiliados, puesto que los ingresos de las AFP no dependen del desempeño del fondo sino que de las comisiones que le cobran al afiliado. Es por ello que en Chile se ha exigido que las administradoras mantengan un encaje, es decir, activos por el equivalente a un 1% del fondo que administran, de manera de cubrir diferencias con respecto a una rentabilidad mínima.<sup>6</sup> De esta manera los administradores de los fondos tienen incentivos más cercanos a los de los afiliados.

**Regulación por restricciones.** Las compañías de seguros imponen restricciones a sus asegurados con el fin de evitar el evento contra el cual están asegurando. Por ejemplo, los taxistas no consiguen seguros contra accidentes y en algunos casos se exige alarma contra incendios o robos para obtener un mejor precio. Las compañías no cubren muertes en actos de servicios bélicos o en deportes de mucho peligro. Riesgo catastrófico como terremoto o enfermedades crónicas en general no son aceptados. Es decir, son múltiples las restricciones que puede imponer una compañía de seguros para controlar los tradicionales problemas de riesgo moral y selección adversa, que bien podrían llamarse regulaciones sobre los asegurados.

Como se ha discutido, el Estado es un asegurador involuntario de las instituciones financieras (bancos, fondos de pensiones, compañías de seguros que proveen rentas vitalicias a los jubilados, etc). Por lo tanto, al regular al sistema financiero, el Estado está cubriéndose de los potenciales abusos en contra de este aval estatal. En el ámbito del sistema de pensiones chileno, se ha considerado apropiado restringir a las AFP al giro exclusivo de administrar fondos de pensiones, de manera de evitar conflictos de intereses y de facilitar una cuidadosa regulación. Es decir, se fuerza una separación de la industria de fondos de pensiones de cualquier otra industria. Al mismo tiempo, se han introducido límites a la clase de instrumentos y de los montos máximos que pueden ser invertidos en los distintos tipos de instrumentos. Con ello se intenta limitar el riesgo que pueden tomar las AFP, debido a los serios problemas de monitoreo que hay en la industria de parte de los afiliados.

En la sección IV, retomaremos este tema en el contexto más amplio de la regulación de conglomerados financieros.

**Reglas *versus* discreción.** Un debate permanente dice relación con el grado de discreción de la regulación y de la fiscalización de las instituciones en el mercado de capitales. Quienes abogan por menos discrecionalidad y una regulación basada en reglas más claras y precisas lo hacen teniendo en mente los problemas de incentivos en el regulador. Por una parte, el caso de la crisis de las asociaciones de ahorro y préstamo en los Estados Unidos y la tardía respuesta del regulador tratando de evitar su responsabilidad es un buen ejemplo en favor de reglas más claras. Además, el regulador no está ajeno a presiones e influencias políticas, por lo que muchas veces el poder discrecional puede ser ejercido en forma arbitraria bajo presiones de tipo político. El poder discrecional también estimula la corrupción del regulador y de los regulados.

Sin embargo, las reglas precisas también ocasionan problemas. Puesto, que no es posible definir reglas para todos los casos, las reglas generan una mayor posibilidad de una acción equivocada, al menos comparada con la discrecionalidad ejercida en forma perfecta. Surge la posibilidad de los tradicionales errores tipo (I) y errores tipo (II) de inferencia estadística. Por ejemplo, la regla podría indicar cerrar un banco que no debiera ser cerrado, o bien no cerrar un banco que debiera ser cerrado.

La combinación entre reglas y discreción óptima dependerá del país y de su historia. En el caso de Chile, por ejemplo, es difícil pensar que se podría haber manejado la crisis

financiera de los años ochenta de la manera que se hizo si no se hubiese contado con grandes poderes discrecionales de parte de la autoridad regulatoria, lo que se reforzaba con el carácter autoritario del régimen político de la época. El bajo nivel de corrupción que el país ha tenido en su historia es otro elemento en favor de un cierto poder discrecional en la fiscalización del mercado de capitales. Un importante grado discrecional ejercido en forma apropiada es especialmente importante en un período en que se está creando institucionalidad nueva que aún no está probada y donde existe una vertiginosa innovación financiera. Es en estos casos, en que el poder discrecional puede ser un elemento de desincentivo al abuso.

### **III. EVOLUCIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES E INSTITUCIONALIDAD DEL MERCADO DE CAPITALES**

Simultáneamente con el incremento de los fondos de pensiones en los años ochenta, se ha desarrollado en Chile todo un cuerpo legal y normativo del mercado de capitales. Este es quizá la verdadera causal del éxito que exhibe la reforma chilena hasta ahora. Es decir, más importante que la acumulación de fondos de ahorro, la reforma ha provocado la acumulación de un verdadero "capital institucional", proceso que de continuarse reforzando tendrá fundamentales consecuencias para el desarrollo del país.<sup>7</sup>

En esta sección, hacemos un recuento de estos importantes cambios legales.<sup>8</sup>

#### **1. Crecimiento de los fondos de pensiones**

El cuadro 2 muestra la evolución de los fondos de pensiones en Chile desde 1981 a 1992. A fines de 1992 los fondos de pensiones alcanzan un 35% de PIB, unos US\$12 500 millones. Como se observa en dicho cuadro, los fondos de pensiones estaban invertidos en sólo tres tipo de instrumentos durante los primeros cinco años de funcionamiento: papeles de Gobierno (Tesorería y Banco Central), depósitos a plazo bancarios y letras de crédito hipotecario. Sólo a partir de 1986 los fondos de pensiones han sido autorizados a invertir en instrumentos de oferta pública de empresas (bonos y acciones). Sin embargo, desde 1986 la participación de acciones y bonos de empresas ha crecido considerablemente. A fines de 1992 los fondos de pensiones mantenían cerca de US\$2 800 millones en acciones y US\$1 400 millones en bonos (US\$1 200 en bonos de empresas y \$200 millones en bonos de instituciones financieras). En esta sección revisamos la evolución de la institucionalidad del mercado de capitales que ha permitido profundizar el mercado de capitales chileno y avanzar a paso seguro en la diversificación de los fondos de pensiones.

#### **2. Enfoques reguladores con anterioridad a 1980**

Valdés (1988) define el período de 1940 a 1973 como un período típico de represión financiera. El mercado de capitales estaba dominado por el sector financiero, con tasas de interés fijadas por el Estado y un sistema bancario segmentado entre bancos hipotecarios, comerciales y del Estado. Los bancos hipotecarios prestaban a largo plazo sin reajustabilidad con anterioridad a 1958, por lo que la inflación debilitó fuertemente al sistema. La ley de bancos de 1960 estableció que los bancos comerciales no podrían prestar a más de 1 año plazo y los hipotecarios a más de 2.5 años y se creó el SINAP (Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo). Este sistema podría prestar con cuotas reajustables para compra de viviendas, y captaba ahorro para el pie de la vivienda. En general se respondió a los problemas de la inflación con normas de reajustabilidad pero nunca se liberan las tasas de interés.

## Cuadro 2

## ACTIVOS DE LOS FONDOS DE PENSIONES

(Porcentajes del fondo total, a diciembre de cada año)

Límite actual	Tesorería B. Central	Depósitos a plazo	Letras crédito	Bonos			Acciones	Cuotas fondos de inversión	Porcentaje de P.I.B.
				Instit. financieras	Empresas	Total			
45(a)	80(c)	50(d)	30(e)	10(f)					
1981	28.1	61.9	9.4	n.d.	n.d.	0.6	-	0.9	
1982	26.0	26.6	46.8	n.d.	n.d.	0.6	-	3.6	
1983	44.5	2.7	50.6	n.d.	n.d.	2.2	-	6.4	
1984	42.2	12.3	43.1	n.d.	n.d.	2.4	-	8.6	
1985	42.6	20.5	35.3	n.d.	n.d.	1.5	0.0	10.9	
1986	46.6	22.9	25.5	n.d.	n.d.	1.1	3.8	13.4	
1987	41.4	27.8	21.4	0.7	2.6	3.3	6.2	15.5	
1988	35.4	29.5	20.6	1.0	6.4	7.4	7.2	16.5	
1989	41.6	21.5	17.7	0.7	9.1	9.8	9.4	19.7	
1990	44.1	17.3	16.1	1.0	11.2	12.2	10.4	26.5	
1991	38.3	13.3	13.4	1.5	11.1	12.6	22.2	34.4	
1992	40.9	11.0	14.2	1.6	9.6	11.2	22.6	34.5	

Fuentes: 1981-1986: Pérez (1988)

1987-1992: Boletín de la Superintendencia de A.F.P.

Notas: La normativa actual establece los siguientes rangos, dentro de los cuales el Banco Central de Chile debe fijar los límites:

- (a) Entre 0% y 45% del fondo.  
 (b) El límite actual es 30% si el plazo de vencimiento es inferior a un año, y 50% si la cuarta parte se invierte en instrumentos con un año, y 30% si el plazo de vencimiento es inferior a un año.  
 (c) Entre 40% y 100% del fondo.  
 (d) El rango es entre 30% y 100% del fondo.  
 (e) Para las acciones de sociedades de propiedad tanto concentrada como desconcentrada como para aquellas de S.A. inmobiliarias, el rango es entre 10% y 30% del fondo. El total de acciones debe estar entre 20% y 40% del fondo.  
 (f) Para cuotas de fondos de inversión para el desarrollo de empresas, entre 0% y 5% del fondo. Para cuotas de fondos de inversión tanto mobiliaria como inmobiliaria, entre 10% y 20% del fondo. Para el total de las cuotas de fondos de inversión, entre 10% y 20%.

Entre 1974 y 1975 se liberan las tasas de interés, puesto que el diagnóstico principal de la época era que la represión financiera McKinnon y Shaw era la principal fuente de los problemas del mercado de capitales chileno. El mercado financiero desregulado se creía era la solución a los problemas. A la luz de los elementos conceptuales de la sección II, este enfoque parece extremadamente simplista. Los problemas de este período, es decir, la quiebra del SINAP, del Banco Osorno y La Unión, de financieras informales y de las Cooperativas de Ahorro y Crédito, dan paso a una mayor preocupación de la autoridad por los problemas del mercado financiero desregulado. En 1978, el Decreto Ley 2 099 otorga nuevas facultades a la SBIF para controlar y evaluar el riesgo de la cartera. Sin embargo, hasta 1981, no se ejerció el poder de las nuevas atribuciones y no se evaluaba el riesgo de la cartera de los bancos ni se exigían provisiones (Valdés, 1988). Sin desmerecer a quienes tenían conciencia de los problemas específicos del sector financiero, es claro que el ánimo de la época llevaba a extrapolar al sector financiero el exitismo libremercadista, ignorando los problemas descritos en la sección II. Fue la inminente crisis financiera de 1982 el evento que realmente hace tomar conciencia de la necesidad de reforzar la regulación prudencial del sector financiero. Ese hecho junto a la necesidad de dotar al sistema de pensiones con un mercado de capitales sólido desencadena una gran actividad legislativa que se describe a continuación.

### **3. La legislación de mercado de capitales entre 1980 y 1993**

El cuadro 3 resume las leyes y otros importantes cambios normativos desde 1980 a 1993. En noviembre de 1980 fue promulgado el DL (Decreto Ley) 3 500 que crea el nuevo sistema de pensiones de vejez, invalidez y sobrevivencia, basado en la capitalización individual con acumulación de fondos y administración privada. Los fondos serían administrados por las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), cuyo giro exclusivo sería administrar un fondo único. El DL 3 500 norma cuidadosamente límites por instrumento y emisor y crea la Comisión Clasificadora de Riesgos, un ente semioficial cuyo rol sería pronunciarse sobre el riesgo de los instrumentos susceptibles de ser comprados por las AFP. El DL 3 500 también crea la Superintendencia de AFP, cuyo rol será fiscalizar a las administradoras.

En diciembre de 1980 se promulga el DL 3 538 que crea la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). La Superintendencia tendrá como función la fiscalización de las personas y empresas que emitan o intermedien valores de oferta pública, incluidas las bolsas de valores y compañías de seguros. Sólo quedan fuera de la fiscalización de la SVS las instituciones expresamente exceptuadas por ley (bancos, financieras, AFP). La SVS tiene facultades para impartir normas y reglamentos y puede aplicar castigos que van desde multas a revocación de permisos del emisor. La función principal es velar por la transparencia de las transacciones y mantener la fe pública en el funcionamiento del mercado de valores de oferta pública.

En agosto de 1981 se dicta la ley 18 022 que modifica la Ley Orgánica de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF). De especial importancia fue la modificación al artículo 19bis, que tuvo gran trascendencia para el manejo de la crisis bancaria que se avecinaba. El artículo amplió fuertemente los poderes discrecionales del Superintendente, por lo que ésta es una buena ocasión para traer a discusión el debate de reglas *versus* discreción de la sección II. La norma dispone facultades al Superintendente para imponer sanciones y restricciones a los bancos que presenten

Cuadro 3

## REFORMAS DEL MERCADO DE CAPITALS 1980-1993

Fecha	Reforma	Materia
Nov. 1980	D.L. N°3 500	Crea sistema privado de pensiones en Chile
Dic. 1980	D.L. N°3 538	Ley Orgánica de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS)
Ago. 1981	Ley N°18 022	Modifica ley Orgánica de Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF), ampliando poderes del Superintendente
Oct. 1981	Ley N°18 045	Ley del Mercado de Valores
Oct. 1981	Ley N°18 046	Ley de Sociedades Anónimas
Dic. 1985	Circular 574 SVS	Define personas relacionadas
Ene. 1986	Circular 585 SVS	Obliga a informar de transacciones accionarias efectuadas por mayoritarios, directores y ejecutivos
Mar. 1986	Circular 601 SVS	Obliga a informar cualquier operación o evento que pueda afectar significativamente sus negocios
Nov. 1986	Ley N°18 576	Ley general de Bancos. Modifica el D.F.L. 252 de 1960, fortaleciendo sustancialmente la legislación bancaria
Oct. 1987	Ley N°18 660	Obligatoriedad de clasificación continua de riesgo de los valores de oferta pública, lo que apoya las normas de diversificación que afectan a los Fondos de Pensiones

Cuadro 3 (Conclusión)

Fecha	Reforma	Materia
Jul. 1989	Ley N°18 815	Ley de Fondos de Inversión, con cuotas transables en el mercado financiero. Permiten a F. de Pensiones invertir en propiedades, valores mobiliarios, y en capital de riesgo
Oct. 1989	D.S. N°864	Reglamento Ley N°18 815
Dic. 1989	Ley N°18 876	Norma constitución y operación de entidades privadas de custodia de valores
May. 1992	Acuerdo de Comisión Clasificadora de Riesgo	Autoriza a A.F.P. a invertir en proyectos sin historia
May. 1993	Circular 776 Superintendencia de A.F.P.	Obligatoriedad de informar a afiliados rentabilidad de la cuenta individual por distintos niveles de ingreso, estandarizando la manera en que se entrega la información
1993	Proyecto de ley	Modifica sustancialmente diversas leyes del mercado de capitales

Fuentes: Valdés y Cifuentes (1990), y elaboración propia en base a publicaciones de S.V.S.

inestabilidad financiera, donde se decía explícitamente que se consideraría inestabilidad financiera cuando la institución haya concentrado créditos a partes relacionadas, puesto que éste era el problema más serio de la época. Es decir, *ex post* es necesario cambiar las reglas del juego en vista de la gravedad de la crisis que se avecinaba. Al decir de Urenda (1989), esta ley fue una "poderosa herramienta que el legislador puso en manos del Superintendente la que permitió a la autoridad poner en evidencia la verdadera situación de algunas instituciones financieras y, como consecuencia de ello, controlar e intervenir la banca privada, adoptando las medidas que todos recordamos, disolver y liquidar algunos bancos y sanear otros." Luego, argumentando en contra de las críticas de discrecionalidad de la época, Urenda señala que si "bien algunas críticas tienen cierto fundamento, la realidad es que la autoridad dispone de facultades muy similares en prácticamente todos los países. Sin ir más lejos, en Estados Unidos, país que se caracteriza por el respeto a la propiedad privada, la autoridad puede intervenir, disolver y liquidar un banco y/o transferir a terceros su dominio, a su sola decisión y en pocas horas".

Es interesante recordar que sin las potestades discrecionales de la autoridad de la época, el costo social de la crisis financiera chilena habría sido probablemente muy superior. En la búsqueda de un nuevo balance entre reglas y discreción, no debemos olvidar que es en las situaciones de crisis cuando más resalta la necesidad de poderes discrecionales.

En octubre de 1981 se promulgan dos leyes muy importantes, la Ley 18 045, conocida como la "Ley del Mercado de Valores", y la Ley 18 046, conocida como la "Ley de Sociedades Anónimas".

La Ley de Mercado de Valores norma las disposiciones a que deben estar sometidos los valores de oferta pública, su mercado y sus intermediarios. Estos últimos son las bolsas de valores, los corredores de bolsa y los agentes de valores (quienes transan fuera de bolsa o *over-the-counter*). La ley define disposiciones especiales para emisores de instrumentos con respecto a apertura de información y registros. La ley norma la emisión de bonos a corto y largo plazo. También se definen las actividades prohibidas y la responsabilidad de los infractores.

La Ley de Sociedades Anónimas define dos tipos de sociedades: cerradas y abiertas. Las abiertas quedan sometidas a la fiscalización de la SVS y son las que hacen oferta pública de instrumentos, las que tienen 500 accionistas o más, y aquellas que al menos el 10% del capital suscrito pertenece a un mínimo de 100 accionistas. En el caso de las sociedades abiertas se definen las responsabilidades de los directores y se norman las obligaciones de las juntas de accionistas. Se obliga a repartir al menos el 30% de las utilidades líquidas del ejercicio en la forma de dividendos como una protección al accionista minoritario. Se define la forma en que se debe llevar la contabilidad y presentar los estados financieros y se obliga a publicar estos últimos. La ley también consagra otros derechos y protección al accionista minoritario, obligando a que decisiones importantes como fusiones, transformación de la sociedad, venta de activos, etc., sean aprobados por alto *quórum* en las juntas de accionistas (2/3 de las acciones) y consagra el derecho a retiro de los disidentes.

Es importante destacar aquí que la creación de la SVS y las leyes de valores y sociedades anónimas, responden al rol del Estado en tanto sustento de una institucionalidad que garantice la apropiada información a los participantes del mercado. Se responde así a los problemas causados por la información como bien público a que se hacía alusión en la sección II, disminuyendo también los problemas de selección adversa de quienes utilicen el mercado de valores. Quienes deseen acceder a fondos del mercado de valores, deben seguir estrictos estándares de apertura de información.

Entre diciembre de 1985 y marzo de 1986, aplicando las facultades otorgadas por las nuevas leyes, la SVS emite importantes circulares donde se define personas relacionadas y se obliga a informar sobre transacciones accionarias de ejecutivos y directores con información interna de la empresa. Esto permite mayor transparencia en el mercado accionario, lo que será un elemento que permitirá autorizar a los fondos de pensiones a invertir en acciones. Hasta mayo de 1986, los fondos no podían invertir en acciones. Recientemente en esta fecha, luego de cinco años desde que se iniciara el sistema y luego de tener una institucionalidad sólida en marcha, se autoriza la inversión gradual en acciones. En esa fecha se define un programa gradual de ampliación del límite de inversión en acciones, el que parte con un 0,5% del fondo en 1986, y se aumenta cada año entre 1987 a 1990 a 1, 4, 10 y 30%, respectivamente.

En noviembre de 1986 se promulga la ley 18 576, que modificó sustancialmente el DFL 252 de 1960 conocido como la "Ley General de Bancos". Esta ley definió el secreto bancario, estableció rigurosas normas sobre concentración de créditos a una misma persona o grupo de relacionados y otros límites de créditos, y facultó al

Superintendente para dictar normas que definieran los grupos relacionados. La ley también requirió autorización previa del Superintendente para la adquisición de más del 10% de un banco y autorizó a los bancos a incursionar en filiales y negocios de la ley de mercado de valores (corredores de bolsa, agentes de valores, fondos mutuos, etc.). Además, la ley introduce el concepto de convenio de acreedores en caso de insolvencia. Este sistema obliga a la capitalización de créditos en situaciones de insolvencia, lo que apunta en la dirección de la privatización del riesgo de quiebra bancario e incentiva el monitoreo de los acreedores más sofisticados. Esta ley es un paso fundamental para garantizar adecuados niveles de capital y una sana cartera de manera de evitar el abuso del aval estatal a los depósitos.

En octubre de 1987, la ley 18 660 modificó la ley de seguros y la ley de mercado de valores, que establece la obligación, a partir de marzo de 1989, de clasificación continua de riesgo de los valores de oferta pública susceptibles de ser comprados por las AFP. Para estos efectos, los emisores deberán contratar al menos dos clasificaciones de empresas privadas especializadas y mantener dicha clasificación en forma continua. Esta ley creó la industria clasificadora de riesgo en Chile, que ha sido de gran apoyo para el desarrollo del mercado de capitales y del control de riesgo de los fondos de pensiones. La industria clasificadora de riesgo permite opiniones independientes de la situación de las empresas y, por ende, del riesgo de los valores de oferta pública, así como de la situación de las instituciones bancarias. Una industria prestigiosa de clasificación de riesgo junto a la obligación de las empresas de someterse a la opinión de dichas clasificadoras, permite una mayor producción de información relevante. Sin embargo, por debilidades asociadas a problemas de conflictos de interés y a la existencia paralela de la Comisión Clasificadora de Riesgo, la industria se sobredimensiona en los años siguientes. Estos problemas serán resueltos por el proyecto de ley actualmente en el Congreso.<sup>9</sup>

Posteriormente, en 1989, se dictan las leyes de fondos de inversión y la ley de custodia de valores. En 1992 se acuerda que los fondos de pensiones pueden invertir en proyectos sin historia. Hasta entonces sólo podían invertir en empresas con más de tres años de registros y estados financieros. Este acuerdo abre las puertas para la canalización de los fondos de pensiones a megaproyectos de infraestructura, energía, etc. En mayo de 1993, la Superintendencia de AFP norma la manera en que las AFP deben publicitar la rentabilidad de los fondos, obligando a informar la rentabilidad de las cuentas individuales, la que se ve afectada por los montos de las comisiones. Al estandarizar la manera en que las AFP publicitan la rentabilidad de sus fondos, se intenta evitar el traslado de afiliados desinformados y hacer más sensible el traslado a las comisiones que cobran las AFP. Se intenta así crear mayor competencia en el mercado de AFP.

En la próxima subsección revisamos los importantes cambios introducidos en el Proyecto de Ley de reforma del mercado de capitales, actualmente en el Congreso Nacional.

#### 4. La reforma legal de 1993 <sup>10</sup>

El Proyecto de ley que aquí se resume modifica el DL 3 500 de los fondos de pensiones, la ley 18 045 del mercado de valores, la ley 18 815 de fondos de inversión, el DL 1 328 de 1976 de fondos mutuos y el DLF 251 de 1931 de compañías de seguros. La reforma es un paso fundamental en la dirección de flexibilizar los límites e instrumentos en que pueden invertir los fondos de pensiones, así como en el fortalecimiento y perfecciona-

miento de las normas regulatorias del mercado. El crecimiento de los fondos ha provocado escasez de instrumentos y concentración en acciones de empresas de servicios públicos y riesgo inmobiliario, por lo que se revisa en profundidad los límites de portafolio de los fondos de pensiones. Como un nuevo impulso a la creación de instrumentos se crea una nueva institucionalidad: las empresas "securitizadoras". Sin embargo, la ampliación de los límites de los fondos de pensiones requiere un fortalecimiento de la regulación, especialmente tomando los debidos resguardos para controlar potenciales conflictos de interés entre administradores de fondos de terceros (pensiones, mutuos, de inversión, etc.) y los dueños de los fondos.

A continuación se resumen los principales cambios introducidos en el proyecto de ley.

**Securitizadoras.** La ley crea nuevas empresas cuyo giro será comprar créditos ilíquidos (mutuos hipotecarios, otros créditos) y emitir bonos respaldados por estos créditos. Cada emisión será independiente para los efectos de cesación de pagos y liquidación. Los bonos pueden estar "sobrecolateralizados", es decir, estar respaldados por un monto superior de mutuos hipotecarios relativo al valor de los bonos. Esto permitirá emitir instrumentos más seguros y con mejor clasificación de riesgo que los mutuos de respaldo. Este es un paso fundamental en la provisión de futuros instrumentos a los fondos de pensiones.

**Industria clasificadora de riesgo.** Esta industria estaba desregulada y persistían múltiples conflictos de interés. Por ejemplo, las clasificadoras debían clasificar el riesgo de los emisores por una parte, y tomaban asesorías con las mismas empresas, por otra. La nueva ley exige normas de diversificación de ingresos e incompatibilidades, donde los ingresos de un mismo grupo empresarial no pueden exceder el 15% de los ingresos de la clasificadora. Además, se eliminó la clasificación de acciones y el rol de la Comisión Clasificadora de Riesgo, en tanto, encargada de clasificar los instrumentos para los fondos de pensiones, dejando esta función exclusivamente a las clasificadoras privadas. La Comisión sólo deberá elegir la menor clasificación de entre las privadas, aunque mantendrá la facultad de calificar como no apto para los fondos de pensiones algún instrumento en particular. Estas normas han producido un fortalecimiento de la industria y reducción de su tamaño desde 10 a 4 clasificadoras, lo que es más acorde con la realidad chilena.

**Tenedores de bonos.** EL caso de ENACAR de 1992, donde la empresa sobrepasó los límites de deuda-capital permitidos en la emisión y no aceptó prepagar de acuerdo a los contratos, es un ejemplo de que la función de los representantes de tenedores de bonos no estaba funcionando bien. Estos no tenían incentivos para un apropiado monitoreo de las empresas, ni para actuar en forma colectiva en una negociación en caso de problemas. Cada tenedor de bonos debía recurrir en forma independiente a los tribunales de justicia para hacer efectivo el pago del capital. La nueva ley perfecciona el rol y las responsabilidades de los representantes de tenedores de bonos y define mejor la eficacia jurídica de los resguardos de los contratos.

**Fondos de inversión y mutuos.** La ley de 1989 de fondos de inversión no fue efectiva para crear los llamados fondos de inversión de capital de riesgo, institución similar a los *venture capital* de los Estados Unidos. Estos tienen el propósito de canalizar aportes de capital o endeudamiento a empresas pequeñas y cerradas que no disponen de acceso a mercados formales de capital. Los nuevos Fondos de Inversión de Desarrollo de Empresas (FIDE), al aumentar las atribuciones y responsabilidades de los Comités de Vigilancia, serán una nueva y potencialmente importante fuente de recursos para las empresas pequeñas y medianas y para proyectos de inversión en infraestructura. La ley también contempla la posibilidad de Fondos de Inversión de Títulos de Crédito (FITC), los

que serán una forma alternativa a las empresas securitizadoras antes descritas para dar liquidez a los créditos ilíquidos. Se flexibilizan también las normas de los fondos mutuos, permitiendo inversiones en instrumentos derivados, acciones de baja liquidez e instrumentos extranjeros.

**Compañías de seguros.** Se mejoran las normas de regulación de solvencia y se introduce el llamado margen de solvencia, donde la siniestralidad pasada de cada compañía será importante para determinar los requisitos de capital. Se permite a las compañías invertir hasta un 15% de las reservas en el exterior y se facilita la participación en mercados de instrumentos derivados. Por último, se fortalece la regulación de los corredores de seguros por la SVS.

**Conflictos de interés.** Este es uno de los aspectos más importantes de la nueva ley.<sup>11</sup> A pesar del fuerte crecimiento de los inversionistas institucionales y del manejo de fondos administrados por terceros (pensiones, mutuos, de inversión, cuentas de los corredores de bolsa, etc.) el sistema ha funcionado con demasiada compartición de mesas, de ejecutivos y en general de información privilegiada. La nueva ley establece separaciones de mesas e incompatibilidad de ejecutivos y directores de corredoras de bolsas y directores de sociedades anónimas. La ley también tipifica los delitos por uso de información privilegiada y obliga a las AFP a votar por directores independientes a los grupos controladores de las empresas donde los fondos tienen acciones. Esta última medida tiene el propósito de evitar el uso de los fondos de pensiones para controlar empresas e intenta forzar a las AFP a usar su voto como accionista minoritario. La ley también obliga a que las AFP dispongan de directores independientes a los controladores de las AFP en sus propios directorios, como una manera de limitar el uso del fondo con motivos distintos al interés del afiliado. Por último, las transacciones en bolsa deberán dejar estipulado si se transa con recursos propios o de terceros, de manera de evitar la asignación *ex post* de transacciones.

**Límites de inversión de los fondos de pensiones.** El actual sistema de límites tiene un sesgo que favorece fuertemente a las empresas de propiedad desconcentrada y a las que tienen alta liquidez y presencia en bolsa, lo que en general coincide con las empresas de propiedad dispersa.<sup>12</sup> Puesto que en Chile las empresas de propiedad dispersa son las empresas de servicios públicos privatizadas en los años ochenta (sector energía y telecomunicaciones), se ha producido una concentración de los recursos de los fondos en estos sectores, además de papeles públicos y riesgo inmobiliario (letras y fondos de inversión inmobiliario). Así, los fondos no se estaban canalizando a proyectos de infraestructura, empresas medianas y pequeñas o de propiedad concentrada. El nuevo sistema de límites adopta un enfoque de portafolio, ampliando el límite de las empresas de propiedad concentrada y reduciendo el límite global de las empresas de propiedad desconcentrada. También introduce límites por sector o grupo de instrumentos, dejando espacio para instrumentos de menor liquidez e instrumentos derivados. Por último, se introduce un nuevo y novedoso sistema de límites por emisor en base al activo contable depurado. De esta manera se evita el incentivo a la filiación que existe con el actual sistema. Es decir, si los activos reales están muy "lejos" en la red de filiales de un emisor, el emisor tiene mayores restricciones relativo al caso en que el emisor es el que tiene los activos reales. Además se introducen límites asociados a factores de riesgo país para las inversiones en el exterior.<sup>13</sup>

## 5. Algunos temas pendientes

En esta sección, planteamos algunos temas que requerirán atención en los años venideros. Un tema pendiente de gran envergadura se discute en la sección IV y dice relación con la estructura organizacional del mercado de capitales en general.

### a) *Inversión de fondos de pensiones en el exterior*

En agosto de 1992 se amplió de 1.5 a 3% el porcentaje de los fondos que pueden ser invertidos en el exterior. La salida de las inversiones de los fondos de pensiones y de los inversionistas institucionales hacia el exterior es un tema conflictivo en el debate chileno, y se inserta en el debate más general de la apertura de la cuenta de capitales. Es obvio que si los fondos de pensiones aumentaran hasta un valor entre una y dos veces el PIB, la inversión en el exterior será una necesidad. En caso contrario, el mercado financiero empezará a desarrollar contratos e instrumentos sobre los mismos flujos de ingreso doméstico, haciendo más compleja y costosa la regulación, e incrementando seriamente el riesgo sistémico. Puesto que Chile es un país pequeño, la apertura a inversiones en el exterior abre todo un mundo de instrumentos nuevos, escritos sobre ingresos no correlacionados con los ingresos domésticos, lo que permite una mayor diversificación de los fondos de pensiones. Por cierto que esta flexibilización conlleva costos en el ámbito del manejo macroeconómico. Una economía como la chilena, con alta volatilidad de su cuenta corriente, debido a la importancia de los precios de productos primarios, está muy expuesta a ataques especulativos en contra de su moneda. Si los inversionistas institucionales pueden mover instantáneamente grandes volúmenes de fondos, la autoridad estaría en una posición muy débil de control en una situación de este tipo. Este es sin duda un debate pendiente, puesto que desde el punto de vista de los beneficios de la diversificación, un 3% de inversión en el exterior es muy insuficiente.

### b) *Protección al afiliado y al pensionado*

Los afiliados, al estar desinformados de todos los complejos elementos asociados al sistema de pensiones, necesitan de una institucionalidad que los proteja. Ya nos hemos referido en secciones anteriores a los problemas asociados a las rentas vitalicias. Un segundo problema de desprotección dice relación con el riesgo que enfrentan los afiliados en edad cercana al retiro. Sus fondos están invertidos en un portafolio que puede ser óptimo en la combinación riesgo-retorno de mediano plazo, pero esto no le interesa a un afiliado que le quedan dos o un año para jubilarse. Este afiliado está muy expuesto a que una recesión, un ajuste macroeconómico o una caída del mercado accionario reduzca el valor de su fondo considerablemente. Este afiliado necesita mecanismos de cobertura de este riesgo, que le permitan protegerse. Por ejemplo, se podría permitir a los afiliados trasladar sus fondos a algún banco u otra institución, quienes podrían asegurar un monto o renta vitalicia con anticipación para la edad de retiro, como una alternativa a la jubilación anticipada. Sin embargo, una autorización de tal tipo generaría los mismos problema que hoy tenemos con las rentas vitalicias. La fuerza de venta de los bancos se volcaría en un verdadero bombardeo de visitas para captar afiliados en edad cercana de retiro. Por lo tanto, podría ser mucho más conveniente un sistema más regulado y estandarizado, donde los afiliados podrían optar entre un número pequeño de alternativas. El tema clave

es la estandarización de las opciones de manera que surja un mercado competitivo de las opciones estándares.

**c) *Bases de competencia entre las AFP***

La base fundamental de la competencia entre AFP es la "votación con los pies" que hace el afiliado al cambiarse de AFP si no le gusta la rentabilidad o comisión. Sin embargo, luego de doce años de funcionamiento, las tres primeras AFP tienen el 60% de los afiliados, donde la elasticidad que se observa entre el traslado y las comisiones es insignificante. La reacción a la entrada de nuevas AFP ha sido duplicar la fuerza de venta para volver a captar de vuelta a los afiliados. Esto aumenta los costos del sistema y termina perjudicando al afiliado que se quería favorecer.

Sin duda que el afiliado al demandar servicio de administración de fondos no conoce los complejos aspectos del producto que compra, lo que genera los problemas. Es por eso que se ha estado considerando diseñar mecanismos alternativos de organización de demanda, con representantes cercanos a los afiliados, que puedan negociar comisiones para grupos de afiliados.<sup>14</sup>

#### IV. HACIA UNA REGULACIÓN DE CONGLOMERADOS FINANCIEROS

Se ha dejado para esta sección un tema muy fundamental del mercado de capitales chileno que dice relación con la proliferación de conglomerados financieros y la necesidad de su regulación. Esta falta de regulación, por ejemplo, está haciendo inoperante la separación entre la industria de pensiones y la industria bancaria, separación que aún se considera necesaria para asegurar un apropiado funcionamiento de ambos sectores, especialmente en la etapa de consolidación de la industria de administración de fondos de pensiones.<sup>16</sup>

La regulación de conglomerados requiere definir cuáles actividades son susceptibles de realizarse en forma conjunta para aprovechar economías de ámbito y cuáles actividades deben realizarse en forma separada.<sup>16</sup> Sin embargo, la producción conjunta genera mayores complejidades para corregir mediante el cuerpo regulatorio las fallas de mercado discutidas en la sección II. Los abusos de información en contra de suarios desinformados, conflictos de interés, el uso de información privilegiada, mayor riesgo sistémico y mayores costos regulatorios son problemas más difíciles de resolver cuando hay producción conjunta. Es por ello que la regulación impondrá límites y restricciones a la integración de las distintas empresas, de modo de lograr un adecuado balance entre los costos y los beneficios de dichas restricciones. Esto responde a la racionalidad de regulación por restricciones discutida en la sección II.

A continuación, complementamos el marco conceptual de la sección II describiendo el tipo de instrumentos disponibles para una regulación de los conglomerados financieros. Finalmente, mencionamos algunos problemas presentes en el caso chileno y hacemos un bosquejo de propuesta.

##### 1. Regulación de conglomerados financieros

En los Estados Unidos, se separó la industria de la banca comercial de la banca de inversiones luego de la Gran Depresión. El *Glass-Steagal Act* es la norma legal que determina esta separación. Se consideró en aquella época que los potenciales conflictos de interés de participar en ambos mercados eran demasiado complejos para el regulador por lo que se optó por la separación total entre las industrias. La intermediación de la banca comercial representa una "tecnología" de intermediación que compite con la intermediación del mercado de valores, representada por la banca de inversiones.<sup>17</sup> Al separar las industrias de las dos tecnologías de intermediación, la intermediación privada o bancaria y la intermediación de instrumentos de oferta pública, se puede lograr una mayor competencia entre ambas.

Esta separación extrema, sin embargo, que incluía separación de propiedad (o la imposibilidad de mantener propiedad en ambas industrias) ha dado paso a definiciones más operativas y realistas. Se trata de un afinamiento del tipo de separaciones apropiadas de acuerdo a los problemas que surgen de cada caso en particular.

Así vemos que las restricciones en el sector financiero usualmente toman la forma de barreras a la integración entre distintos negocios o actividades, que tienen distintos grados, los cuales dependen de los problemas específicos. Como se decía anteriormente, los costos sociales de estas medidas son las potenciales economías de ámbito o de escala que pueden perderse, pero existen beneficios sociales asociados a un mercado que funciona más eficientemente superando las fallas de mercado descritas en la sección II.

Existen dos tipos de barreras a la integración: separación legal y separación operacional.<sup>18</sup>

La separación de los agentes en entidades legalmente separadas y en ubicaciones distintas, será siempre necesaria donde haya entidades o proveedores de servicios financieros que requieren distintos órganos supervisores. Además, en algunos casos, la separación legal puede ser necesaria para hacer más efectiva la separación operacional. Avancemos en definir esta última.

La separación operacional entre agentes del mercado de capitales puede ser de distintos grados dependiendo de los problemas particulares de información que están envueltos. En sus grados más extremos se les denomina cortafuegos o murallas chinas. A continuación se enumeran los principales instrumentos para introducir separaciones operacionales.

*i) Nombre.* El nombre es un activo intangible que refleja la reputación de un determinado conglomerado o grupo de empresas, y asocia entre sí las empresas del grupo a los ojos del público. En algunos casos una separación de nombres para evitar la asociación del público entre las empresas del grupo permite disminuir un posible contagio o riesgo sistémico en caso de que una empresa del grupo caiga. En caso de bancos, el nombre puede ser una manera de extender el ámbito bancario, que como vimos es un sector con un seguro y por tanto con costo de fondos menor. En este caso se estaría intentando un subsidio cruzado desde el sector asegurado hacia otro no asegurado.

*ii) Empleados y ejecutivos.* La obligación de no compartir empleados y ejecutivos es una manera de evitar que información recolectada en un negocio del conglomerado pueda ser usada en beneficio de otro negocio cuando existen potenciales conflictos de interés de compartir dicha información. Por ejemplo, la información recolectada como ejecutivo de cuenta de una empresa para evaluar una colocación, puede ser utilizada como información privilegiada para transar en valores de dicha empresa. Esto sugiere la conveniencia de buscar mecanismos de separación de agentes dependiendo de la "tecnología" de intermediación usada (intermediación privada o de oferta pública), y de aquellos que transan en bolsas respecto de las posiciones de ejecutivos de las empresas cuyos valores se transan.

*iii) Flujos de información.* Limitar la forma en que se distribuye la información puede tener beneficios sociales, especialmente cuando los usuarios no pueden procesar correctamente la información distribuida en forma indiscriminada y donde el mercado reacciona en forma subóptima si los flujos de información no están limitados. Por ejemplo, se observa que en el mercado de rentas vitalicias, el cual está desregulado, se ha generado un desarrollo de fuerzas de venta que exceden el óptimo social. Aquí la ineficiencia surge por las dificultades del segmento de clientes de informarse de todos los aspectos del producto que se les ofrece y por desconocer las alternativas. Por ello, normalmente el cliente elige por elementos accesorios, incluidos regalos y pagos al contado. En estos casos es socialmente óptimo estandarizar la manera en que fluye la información y prohibir que fluya en forma indiscriminada. Por ejemplo, el gobierno está promoviendo una propuesta para obligar que las rentas vitalicias de los pensionados del sistema se asignen con un sistema competitivo de remate electrónico. Este sistema eliminaría los costos de la fuerza de ventas que hoy existe para captar potenciales

pensionados, eliminaría los incentivos a regalos y las rentas que obtienen las compañías de seguros debido a la falta de competencia que existe en el equilibrio desregulado. Esta misma racionalidad explica la reciente medida de la Superintendencia de AFP de obligar a las administradoras a informar la rentabilidad de las cuentas individuales en lugar de la rentabilidad de la cuota del fondo. Lo relevante para los afiliados es la primera y no la segunda.

*iv) Canal de distribución.* La red de sucursales de un banco es un excelente canal de distribución de servicios financieros y una fuente de grandes economías de ámbito para un grupo o conglomerado. Sin embargo, impedir la distribución conjunta de diversos servicios financieros puede justificarse si se evitan potenciales conflictos con otros objetivos de la regulación. Por ejemplo, el sistema previsional de ahorro forzoso impide que se use el fondo de pensiones como colateral o garantía en otras transacciones financieras, puesto que se violaría el requerimiento de ahorro forzoso. Esto ha justificado en parte la separación legal y operacional de la industria de servicios previsionales de la industria bancaria. La lógica del ahorro forzoso podría ser fácilmente violada si se utilizan las sucursales bancarias para vender servicios previsionales. En este caso no hay conflicto de interés entre el banco y el cliente, sino que entre ambos y la autoridad reguladora, que no desea que el fondo o flujo de renta vitalicia se entregue como garantía de otra transacción (préstamo).<sup>19</sup>

*v) Crédito.* Normalmente existen restricciones a los préstamos a empresas relacionadas. Una primera justificación reside en el obvio problema de fraude de transferir recursos a las propias empresas en circunstancias difíciles de éstas. Sin embargo, un problema menos conocido reside en que los administradores o dueños de una empresa pueden estar particularmente entusiasmados y optimistas con las perspectivas de los proyectos que diseñan. Por ello, si además estos dueños controlan un banco, existe un incentivo a hacer participar al propio banco en dicho proyecto. Al limitar préstamos relacionados, el regulador busca que el proyecto pueda tener un test adicional de mercado que consiste en conseguir financiamiento de fuentes independientes. El mismo tipo de argumentos se aplica para las AFP, por lo que también es necesario evitar que éstas compren instrumentos de empresas relacionadas a la administradora, por lo cual se imponen límites a las inversiones de los fondos de pensiones en empresas relacionadas.

## 2. Conglomerados financieros en Chile

Las figuras 1, 2 y 3 muestran las distintas alternativas de conglomerados financieros que se pueden constituir hoy en Chile. Tanto los grandes grupos nacionales de propiedad concentrada como los extranjeros pueden formar cualquier empresa real y de servicios financieros. Desde una o varias empresas *holding* nacionales o extranjeras pueden descolgarse bancos, AFP, Compañías de Seguros o cualquier otra empresa productiva. La ley de bancos (artículo 83), sin embargo, sólo permite que se constituyan como filiales bancarias aquellas empresas expresamente autorizadas.

Hay dos conglomerados bancarios, sin embargo, que no pueden extenderse más allá de las filiales permitidas a los bancos debido a que tienen una propiedad difundida. A diferencia de sus competidores, no pueden utilizar el todo o parte de los excedentes para invertir a través del *holding* en otros sectores en que sus competidores puedan invertir. La figura 3 muestra este caso.

En Chile no existe regulación de conglomerado. La SBIF sólo regula el banco y las filiales de servicios (artículo 83 11bis b), pero no regula ni imparte normas de las filiales de la ley de valores permitidas a los bancos, las que son supervisadas por la

Figura 1

CONGLOMERADO NACIONAL

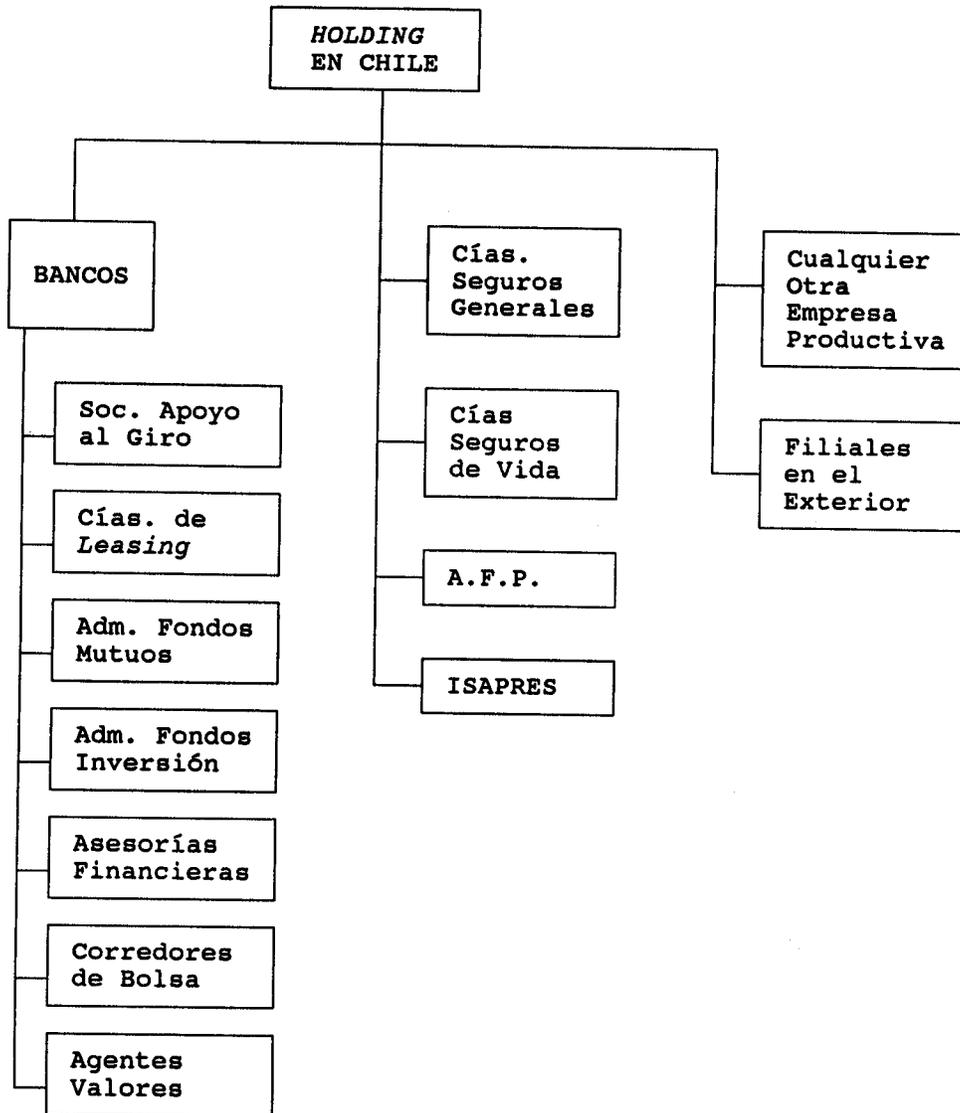


Figura 2

CONGLOMERADO EXTRANJERO OPERANDO EN CHILE

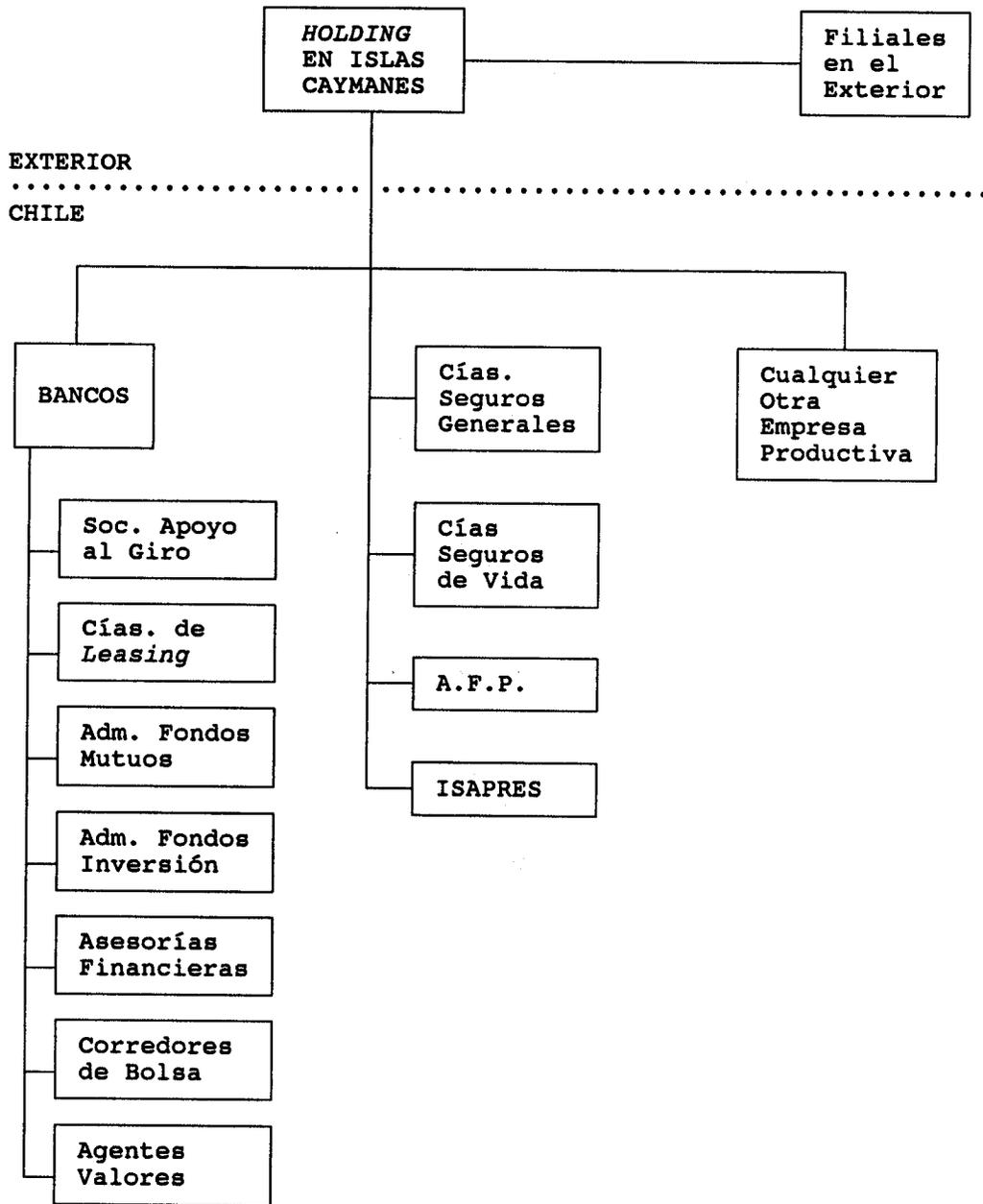
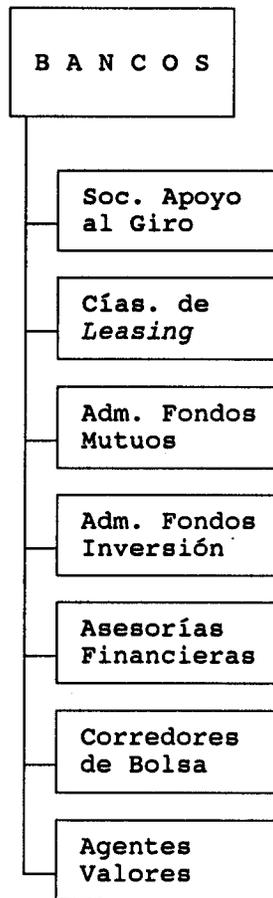


Figura 3

CONGLOMERADO BANCARIO NACIONAL  
CON PROPIEDAD DIFUNDIDA



SVS. Tampoco tiene facultades para impartir normas con respecto a otras "hermanas" del banco (filiales del *holding* o dueños del banco). A continuación se plantean algunos problemas de la actual situación y se sugiere avanzar con rapidez en una definición cuidadosa de las barreras operacionales que deben introducirse en la regulación de conglomerados.

**a) Problemas**

A continuación se enumeran algunos problemas que presenta la actual situación:

No hay una clara definición del ámbito bancario y la SBIF no tiene facultades para impedir que otras empresas financieras no filiales del banco, pero que pertenecen al mismo grupo económico, compartan activos intangibles extendiendo el seguro a los depósitos a otras áreas. Es decir, la SBIF no tiene facultades para exigir una separación total, tanto legal como operacional, en aquellos casos en que ésta sea necesaria.

No hay una clara definición de las separaciones legales y operacionales de las distintas empresas de servicios financieros que esté fundamentada en las ventajas y desventajas de la producción conjunta. Por lo tanto, hay demasiada separación en actividades en las cuales existen grandes ventajas de integración y los costos bajos (*leasing* y prontamente *factoring*), y poca separación en otras.<sup>20</sup>

La SBIF no regula por solvencia todas aquellas instituciones que pertenecen al ámbito bancario (hoy las filiales de la Ley de Mercado de Valores) a pesar del obvio peligro para el banco de la quiebra de algunas de sus filiales. Por tanto, el banco tiene un fuerte incentivo para actuar en defensa de alguna de estas filiales en caso de problemas. Aunque la SBIF tiene facultades para emitir normas sobre balances consolidados, éstas no se han emitido a la fecha.

Los conglomerados bancarios con propiedad difundida no tienen posibilidades de ampliar sus negocios y asignar capital a otras actividades, lo que conlleva una menor tasa de ahorro y menor oferta de capital humano y físico a esos sectores.

Por último, un problema grave a nuestro juicio es que la falta de regulación de conglomerado y la indiscriminada compartición de activos tangibles e intangibles, ejecutivos, mesas de dinero e información, puede significar que a la larga nuestro sistema financiero tienda a uno de competencia entre grandes conglomerados, sin mucho espacio para empresas financieras más especializadas. Ya se observa una tendencia al desplazamiento de las corredoras de bolsa independientes por las filiales bancarias. Lo mismo puede ocurrir en corretaje de seguros y otras filiales. El problema desde el punto de vista de la autoridad radica en que surge la duda de si esta tendencia responde a la existencia de economías de ámbito, o más bien al uso de información privilegiada y canalización de negocios a las empresas del mismo grupo. Lo primero es socialmente positivo. Lo segundo va en desmedro de la competencia. Asimismo, persiste la duda de si lo que ocurre es que el grupo está extendiendo el aval a los depósitos bancarios a otras empresas del conglomerado. En este caso, la falta de regulación representa una seria inequidad competitiva en desmedro de empresas financieras independientes.

A continuación, hacemos una propuesta de organización bancaria que puede balancear estas preocupaciones.

### 3. Propuesta de organización de conglomerados financieros <sup>21</sup>

Se propone definir tres tipos de filiales de conglomerados financieros (ver figura 4): i) el banco y sus filiales del giro bancario; ii) filiales del ámbito bancario; iv) filiales no bancarias.

Las categorías están dadas por el grado de integración permitida con el banco y las barreras legales y operacionales que se exigirían en relación a las operaciones con el banco. Se propone cambiar la actual estructura de filiales de un banco matriz por una estructura de *holding* bancario. Este *holding* sería a prueba de quiebra, como proponen Morandé y Sánchez (1992), es decir, no podría endeudarse y sólo mantendría las acciones de las empresas financieras del grupo. La estructura de *holding* facilita una regulación por funciones en lugar de la regulación por instituciones. Es decir, la SVS fiscaliza las empresas en tanto hacen oferta pública de instrumentos y la SBIF lo hace por solvencia, incluyendo a las filiales que de una u otra manera se benefician del ámbito bancario.<sup>22</sup> A diferencia de Corbo *et al.* (1992) no sería el *holding* el que decidiría si la filial es del ámbito bancario o es una filial no bancaria, sino que lo definiría la ley.

#### a) *Filiales del giro bancario*

Un primer grupo de empresas son el banco comercial y aquellas filiales del banco donde se permite una total integración operacional con el banco. Estas filiales pueden ser filiales del banco mismo o meros departamentos del banco. Este es el caso de filiales de *factoring* y *leasing* (*leasing* financiero), donde no se perciben problemas de conflictos de interés en la integración, y donde hay grandes ventajas de dicha integración. El *factoring* y el *leasing* son esencialmente actividades de préstamo, donde el riesgo de crédito es el principal elemento del negocio. El banco podría decidir si desea mantener entidades legales distintas. No habría limitaciones de financiamiento, flujo de información o comparación de cualquier activo, personal, nombre, etc.

De cualquier forma, sea en la forma de departamento o filial, la supervisión estaría a cargo de la SBIF. Con respecto a los requerimientos de capital, el banco y sus filiales del giro deberán cumplir los requerimientos de capital de Basilea en forma consolidada.

También serían filiales o coligadas bancarias aquellas empresas de apoyo al giro, donde el banco normalmente comparte la propiedad con otros bancos (Redbank, Transbank, etc.).

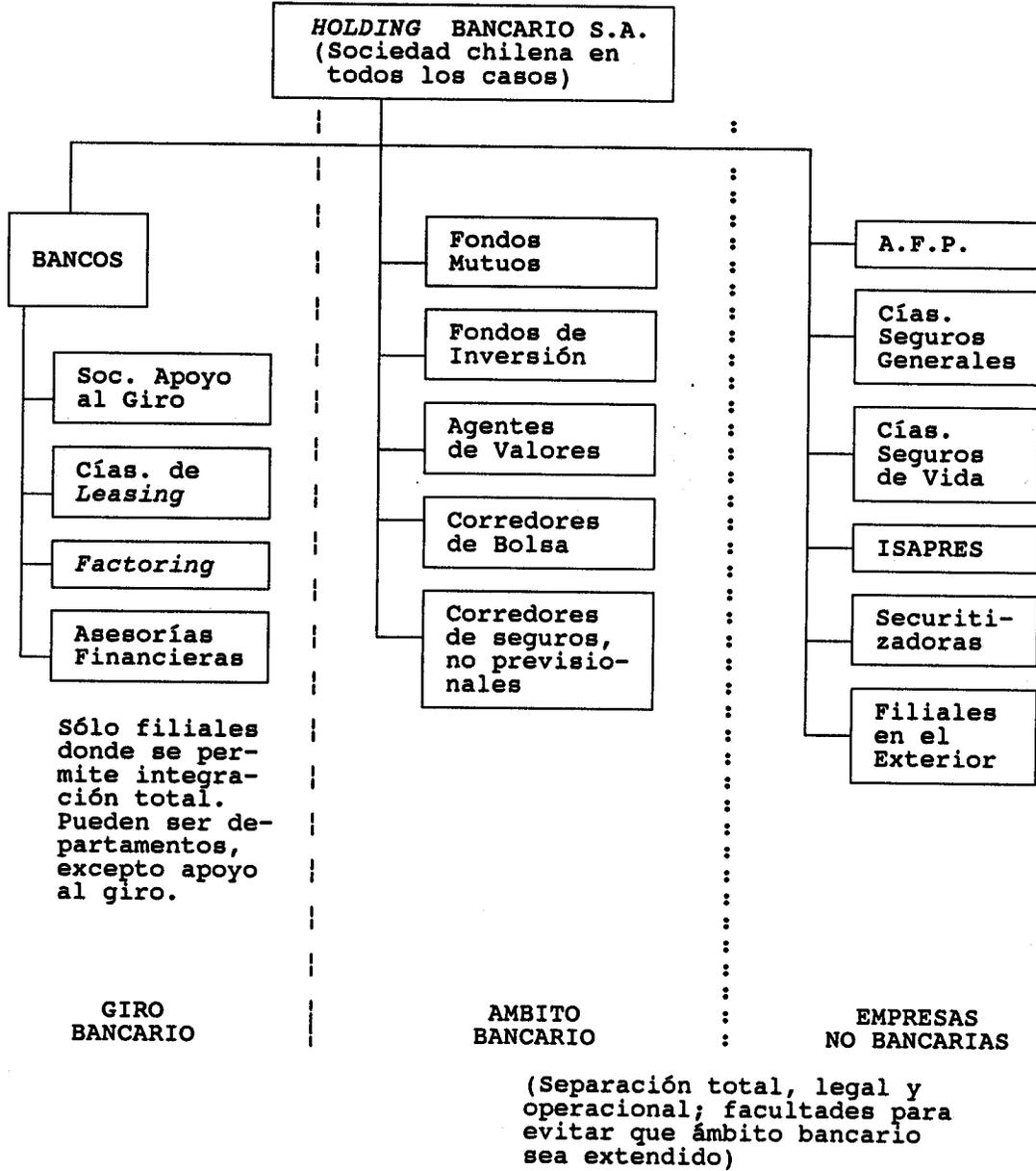
#### b) *Filiales del ámbito bancario*

Un segundo grupo de empresas bancarias se definen dentro del ámbito bancario. Sin embargo, estas sociedades no son filiales del banco sino que del *holding* bancario.

Esta separación es importante para evitar que el banco comprometa directamente su capital. Se consideran sociedades del ámbito bancario debido a que hay economías de ámbito de compartir algunos activos tangibles o intangibles con el banco (el nombre, el computador central para preparar los estados financieros, algunos canales de distribución, etc.). Sin embargo, es imprescindible introducir ciertas barreras al flujo de información y de recursos humanos y financieros, con el fin de evitar conflictos de interés y asegurar que el banco no tome riesgos en exceso. Esto es necesario puesto que estas filiales son las que participan en el mercado de valores, y el uso indiscriminado de información del

Figura 4

PROPUESTA DE CONGLOMERADO BANCA



banco a las filiales de mercado de valores genera los conflictos de interés que hemos discutido en este trabajo.

Entre estas sociedades estarían todas aquellas definidas en la Ley de Mercado de Valores (es decir, Administradoras de Fondos Mutuos y de Inversión, Corredores de Bolsa y Agentes de Valores). Puesto que son sociedades que transan y realizan intermediación de valores, se requiere introducir separaciones operacionales de mesas de dinero, controlar los flujos de información exigiendo separación legal y física, e impedir la compartición de recursos humanos y ejecutivos.<sup>23</sup>

La SVS supervisa en los mismos términos a las empresas no bancarias del rubro. Sin embargo, por ser del ámbito bancario y afectar al banco en caso de insolvencia, la SBIF debe exigir balance consolidado al nivel del *holding* entre el banco y las empresas del ámbito bancario. De esta manera estas sociedades deberán tener respaldo de capital a sus operaciones según los criterios de Basilea.

c) ***Filiales no bancarias***

Finalmente, el tercer grupo de filiales del *holding* serían aquellas que tendrían una separación total, tanto legal como operacional. Estas empresas no pueden compartir activos de ningún tipo (incluso nombre), ni tampoco ejecutivos ni cualquier tipo de información que no sea pública. La ley de bancos tipificaría cuidadosamente esta separación y la SBIF tendría facultades de multas. Esta separación total o muralla china ha sido ya propuesta por Corbo, *et al.* (1992). De esta manera se evita un contagio al banco en caso de problemas en una de estas filiales. Para resguardar aún más la separación, Corbo *et al.* (1992) sugieren que al menos 1/3 de la propiedad de estas filiales estuviera en manos de partes no relacionadas al banco o a filiales del ámbito bancario. De esta forma se requieren socios con los cuales el banco tenga diferencia de intereses, los cuales tendrían influencia en la gestión y no tendrían interés en exponerse a multas. De esta forma se disminuye la posibilidad de que se violen las disposiciones de separación operacional y de flujos de información. Sin embargo, los dueños del *holding*, en el caso de *holdings* con propiedad concentrada, podrían elegir tener las empresas no bancarias separadas del *holding* bancario.

En el caso de los conglomerados bancarios con propiedad difundida, ésta sería la manera de entrar en otros negocios financieros al igual como lo hacen los conglomerados extranjeros y nacionales con propiedad concentrada.

## V. CONCLUSIONES

En el trabajo se ha elaborado un largo recorrido por varios temas. La motivación central ha sido la necesidad de fortalecer el mercado de capitales a la luz del reciente interés de los países latinoamericanos de reformar sus sistemas de pensiones de reparto y sustituirlos por sistemas privados con acumulación de fondos en el mercado de capitales. El ejemplo de Chile es el marco de referencia. La sección II ha revisado los aspectos conceptuales de las fallas del mercado de capitales en general y las complejidades específicas del sistema de fondos de pensiones privado. En particular, el nuevo sistema de pensiones extiende a las compañías de seguros que proporcionan pensiones el tradicional problema de seguro implícito que afecta a los bancos. En segundo lugar, el afiliado de las administradoras de fondos de pensiones estará en general desinformado de los complejos aspectos del producto que demanda (administración de fondos y rentas vitalicias) por lo que debe ponerse atención en la protección del usuario y las bases competitivas del sistema. Por ejemplo, en Chile se ha observado un explosivo crecimiento de la fuerza de ventas para atraer a los afiliados con aspectos accesorios. Por último, cabe destacar que la administración de grandes volúmenes de fondos de terceros crea múltiples oportunidades de abusos de información que es necesario evitar. En la discusión anterior queda de manifiesta la necesidad de regular el mercado de capitales y el sistema de pensiones. En la sección III se ha revisado la gran actividad legislativa y de desarrollo institucional que ha existido en Chile en los años ochenta en respuesta a la necesidad de regular. Esto ha sido un componente clave a la hora de la exitosa evaluación de la experiencia chilena de administración privada de fondos de pensiones.

Por último, la sección IV ha planteado un tema de gran importancia. La profundización del mercado de capitales y la aparición de nuevas empresas financieras, impulsadas por el desarrollo institucional descrito, ha creado la necesidad de implementar un enfoque de regulación de los conglomerados financieros. La sección termina con un bosquejo de propuesta de dicho enfoque de regulación.

### Notas

<sup>1</sup> Para una descripción del sistema de pensiones chileno, véase Bustamante (1988) e Iglesias y Acuña (1991).

<sup>2</sup> El riesgo moral es el riesgo que corren las compañías de seguros de que sus asegurados no sean cuidadosos una vez que contratan el seguro, incrementando la probabilidad de que ellas tengan que desembolsar el valor de la póliza. La selección adversa es la constatación de que la provisión de seguros atrae al segmento más riesgoso a contratar dicho seguro.

<sup>3</sup> Los asegurados son los acreedores de los bancos, lo que desestimula el monitoreo de éstos a la administración. Sin embargo, puesto que los bancos son instituciones con alta relación deuda-capital, el capital de los accionistas puede ser visto como el deducible de una póliza de seguros en favor del banco. Tomando riesgo por activos muchas veces mayores que el capital invertido, los accionistas tienen mucho que ganar y poco que perder. El reciente énfasis en aumentar la capitalización de los bancos se puede entender como un aumento del deducible para disminuir los

problemas de riesgo moral y selección adversa. La selección adversa se evita también con barreras a la entrada.

<sup>4</sup> Si bien el mercado de depósitos puede ser más competitivo, los mercados de crédito no lo son. Los precios no son precios de equilibrio, sino que son mercados de racionamiento por cantidad (Stiglitz y Weiss, 1981).

<sup>5</sup> Algunas corredoras de bolsa en Chile tienen la política de no transar con cuentas propias para atraer la confianza de los inversionistas institucionales.

<sup>6</sup> Esta rentabilidad mínima es la inferior entre las siguientes dos alternativas: a) la rentabilidad promedio de los últimos 12 meses de todos los fondos menos dos puntos porcentuales; b) el 50% de la rentabilidad promedio de los últimos 12 meses de todos los fondos. Véase, Bustamante (1988) para mayores detalles.

<sup>7</sup> La expresión "capital institucional" corresponde a Valdés y Cifuentes (1990).

<sup>8</sup> Esta sección se basa en, de Tezanos Pinto y Molina (1989); Superintendencia de Valores y Seguros (1989); Urenda (1989); PAL (1993); Valdés (1988), y documentos internos del Ministerio de Hacienda. Véanse dichos trabajos para mayor detalle.

<sup>9</sup> Para una discusión más sistemática de las fortalezas y debilidades de la industria clasificadora de riesgos, véase Feller (1989).

<sup>10</sup> Aquí describimos la versión original del Proyecto de ley.

<sup>11</sup> Nota del Editor: La ley N° 19 301 del Ministerio de Hacienda, que reforma la normativa sobre mercados de capitales en Chile, fue publicada en el *Diario Oficial* el 19 de marzo de 1994, entrando la ley, así, en vigencia durante la edición de este estudio.

<sup>12</sup> Los fondos pueden ser invertidos hasta en un 7% en empresas de propiedad desconcentrada, es decir, en empresas donde el accionista controlador tiene menos del 20% del total de las acciones. En cambio, si el accionista controlador tiene más del 50% de las acciones sólo un 1% de los fondos de pensiones pueden ser invertidos en dichas empresas.

<sup>13</sup> Una discusión más a fondo de la racionalidad de los límites de inversión se encuentra en ECONCULT (1992).

<sup>14</sup> En Arrau, Schmidt-Hebbel y Valdés (1993) se encuentra una discusión más detallada de los problemas de competencia y protección al afiliado que surgen en el sistema chileno.

<sup>15</sup> Véase Iglesias (1991) para una discusión más detallada de los problemas de juntar bancos y administradoras de fondos de pensiones.

<sup>16</sup> Existen economías de ámbito o alcance por el lado de la oferta, cuando la producción conjunta de diversos servicios o productos es menos costosa que la suma de los costos de producir los mismos productos en forma separada. Asimismo, existen economías de ámbito por el lado de la demanda si la demanda y consumo conjunto de los diversos productos o servicios reporta mayor beneficio al consumidor que la demanda separada.

<sup>17</sup> Esta terminología de "tecnologías de intermediación" viene de "The Economist, A Survey of World Banking", mayo 2, 1992. El mercado de valores (bonos y acciones) es más estandarizado tanto en los productos como en los mecanismos de evaluación de riesgo; es menos orientado a la relaciones de largo plazo; y su carácter público permite la participación de múltiples agentes en la valoración de los instrumentos y en el monitoreo del riesgo de dichos valores (corredores, agencias clasificadoras, todo el público en general). Se basa en información estandarizada, pública, que fluye a los participantes con regularidad. Al contrario, el mercado de intermediación privada bancaria (colocaciones) sólo involucra a dos o pocas partes, no es estandarizado, no hay valoración continua a precios de mercado de las acreencias ni información pública de los contratos. Las relaciones de largo plazo son un importante componente de este modo de intermediación. Como vemos, la manera en que la información es procesada o entregada al público determina las grandes diferencias de una u otra tecnología de intermediación. La llamada desintermediación bancaria no es más que la fuerte entrada de la tecnología de oferta pública, desplazando a la intermediación privada o bancaria tradicional.

<sup>18</sup> Véase Herring y Santomero (1990), para mayores detalles de la discusión de esta subsección.

<sup>19</sup> El proyecto de modernización de la banca y solución de la deuda subordinada que actualmente se encuentra en el Congreso Nacional permite a los bancos el corretaje de seguros, pero excluye el corretaje de seguros previsionales por las razones descritas.

<sup>20</sup> Esto se resuelve en parte en el actual proyecto de ley sobre nuevos negocios bancarios, el cual autoriza al Superintendente a definir si una determinada actividad puede realizarse dentro del banco.

<sup>21</sup> Esta sección se basa en trabajo conjunto con Eduardo Bitrán en el Ministerio de Hacienda.

<sup>22</sup> Herring y Santomero (1990) discuten las ventajas y desventajas de estructuras organizacionales alternativas.

<sup>23</sup> El actual proyecto de ley sobre mercado de capitales introduce algunas separaciones e incompatibilidades de este tipo.

## BIBLIOGRAFÍA

- Arellano, José Pablo (1986), "El efecto de la seguridad en el ahorro y el desarrollo", en Carmelo Mesa-Lago (ed.) *La crisis de la seguridad social y la atención de salud*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Arrau, Patricio y Eduardo Bitrán (1992), "Introducción de un sistema previsional de capitalización individual en Paraguay", mimeo, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, D.C., agosto.
- Arrau, Patricio, Klaus Schmidt-Hebbel y Salvador Valdés-Prieto (1993), "Privately Managed Pension Systems: Design Issues and Reform Lessons From the Chilean Experience," mimeo, The World Bank, agosto.
- Bustamante, Julio (1988), *Funcionamiento del nuevo sistema de pensiones*, ICARE, mayo.
- Corbo, Vittorio, Alvaro Donoso, Leonardo Hernández, Francisco Rosende y Salvador Valdés (1993), *El sistema bancario chileno: desarrollos recientes y sus perspectivas*, Instituto de Economía, Universidad Católica de Chile.
- De Tezanos Pinto, Ricardo y Arsenio Molina (1989), "Evolución reciente de la regulación financiera" en León Cohn (ed.) *La revolución financiera. Manifestaciones y perspectivas*, Universidad Adolfo Ibáñez, diciembre.
- ECONSULT-Universidad Católica de Chile (1992), *Estudio sobre los límites de inversión para los fondos de pensiones*.
- Feller, Alvaro (1989), "Clasificación privada de valores" en León Cohn (ed.) *La revolución financiera. Manifestaciones y perspectivas*, Universidad Adolfo Ibáñez, diciembre.
- Herring, Richard J. y Anthony M. Santomero (1990), "The Corporate Structure of Financial Conglomerates," *Journal of Financial Services Research*: 471-497.
- Iglesias, Augusto (1991), "Sobre la participación de la banca en la industria de pensiones" en *La banca en la década del noventa*, Colección Economía y Finanzas XV Volumen, Asociación de Bancos e Instituto de Estudios Bancarios Guillermo Subercaseaux, diciembre.
- Iglesias, Augusto y Rodrigo Acuña (1991), *Chile: Experiencia con un régimen de capitalización 1981-1991*, CEPAL/PNUD.
- Mesa-Lago, Carmelo (1990), *Ascent to Bunkruptcy: Financing Social Security in Latin America*, University of Pittsburgh Press.
- Morandé, Felipe y José Miguel Sánchez (1992). "La expansión del giro bancario tradicional a los negocios no bancarios" en *La banca ante nuevos negocios y mercados*, Colección Economía y Finanzas XVI Volumen, Asociación de Bancos e Instituto de Estudios Bancarios Guillermo Subercaseaux, diciembre.
- PAL (1993), "Proyecto de ley de reforma del mercado de capitales" Programa de Asesoría Legislativa, año III, marzo.
- Pérez, F. (1988), "Fondos de pensiones y mercado de capitales", en Baeza y Manubens (eds.), *Sistema privado de pensiones en Chile*, CEP, Santiago, noviembre.
- Stiglitz, Joseph E. (1993), "The Role of the State in Financial Markets," mimeo, World Bank's Annual Conference on Development Economics, 3 y 4 de mayo.
- Stiglitz, Joseph E. and Andrew Weiss (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, 73, diciembre: 912-927.

- Superintendencia de Valores y Seguros (1989), *Evolución del mercado de valores en Chile*.
- Urenda, Carlos (1989), "Evolución reciente de la regulación financiera" en León Cohn (ed.) *La revolución financiera. Manifestaciones y perspectivas*, Universidad Adolfo Ibáñez, diciembre.
- Valdés, Salvador (1988), "Ajuste estructural en el mercado de capitales: La evidencia chilena", mimeo, noviembre.
- Valdés, Salvador y Rodrigo Cifuentes (1990), "Previsión obligatoria para la vejez y crecimiento económico", Documento de trabajo 131, Universidad Católica de Chile, noviembre.