

Organización del regulador de los mercados financieros. Derecho comparado.

Lusitania Villablanca Cerda

Licenciada en Ciencias Jurídicas y Sociales

Universidad de Concepción

Magíster en derecho de los mercados, de los negocios y de la economía

Université de Bourgogne, Francia

Doctorando en Derecho Privado

Université Paris 2, Panthéon-Assas, Francia

Resumen: Tras la crisis de *subprimes* y en un momento en que los escándalos financieros parecieran ser cada vez más frecuentes, los poderes estatales buscan mejorar los sistemas de regulación de los mercados financieros. En Inglaterra se propone suprimir la FSA, en Francia, contra todo pronóstico que considere la cultura jurídica francesa, se acaba de otorgar a la AMF el poder de transigir. En Chile se propone remplazar la SVS por un cuerpo colegiado. En Latinoamérica, el proyecto MILA (Mercado Integrado Latinoamericano) integra operativamente los mercados financieros de Colombia, Perú y Chile, lo que supone varios desafíos. Cuando se busca mejorar la legislación interna se tiende a mirar el derecho comparado, es por esto que creemos útil presentar un estudio aún limitado, de la organización y poderes de algunos de los reguladores del mundo. Este texto se centrará en el primer aspecto, esto es en la organización jurídica de los reguladores, destacando dos características fundamentales de esta organización: la profesionalización y la independencia. El acento será puesto en el derecho regulatorio francés, el que a diferencia del derecho inglés o norteamericano es menos conocido para el jurista latinoamericano, ello no quita que también haremos referencia a estos últimos. Para representar a América Latina escogimos las legislaciones colombiana, mexicana y chilena.

Introducción

La economía y sus dogmas son pilares de la sociedad contemporánea. Fueron las necesidades de una economía globalizada, altamente técnica, y que desconfía de los poderes políticos, los principales elementos que favorecieron la creación de autoridades que se caracterizan por tener una estructura institu-

cional diferente de la Administración, como la entendemos clásicamente en Chile. Ellas pueden considerarse la forma tradicional de organización de los poderes públicos en Inglaterra, considerando que la existencia de organismos dotados de una fuerte autonomía constituye una constante histórica en ese país¹. En Estados Unidos, el fenómeno es también antiguo: hay entidades de este tipo desde fines del siglo XIX². En Francia, los autores sitúan el nacimiento de los reguladores, conocidos como "*autorités administratives indépendantes*"³ (AAI), en la década de 1970 coincidiendo con el proceso de liberalización de los mercados y con el fin de los monopolios públicos, impuestos por la Unión Europea.

En los países de América Latina es posible encontrar entidades que buscan parecerse a los reguladores de los países antes citados. Nos referimos a las Superintendencias chilenas y colombianas y a las Comisiones de México. Tanto en Chile como en Colombia un germen de estas entidades se encuentra a principios de los años 20 desarrollándose en los años 80.

En todos los casos se trata de entidades que gozan de un cúmulo de poderes, tales como el poder de dictar normas, de vigilar su cumplimiento y de sancionar el desconocimiento de las mismas. Así, las nuevas formas de regulación se caracterizan en su aspecto institucional por abandonar el recurso, en primer resorte, a la ley, reemplazando el control permanente que la ley realizaba, por una autoridad que controla de forma permanente.

Tradicionalmente se afirma que los reguladores encuentran su modelo en las *quangos* inglesas o en las *agencies* de Estados Unidos⁴. Ellas son los modelos utilizados para configurar las AAI francesas y los reguladores latinoamericanos (por lo menos en lo que se refiere a los poderes de estos últimos). La afirmación es aplicable a los reguladores de los mercados financieros. Existe, en efecto, un parecido entre todas estas autoridades, pero ello no es aplicable más que a la base. En los países anglosajones, como hemos dicho, los reguladores son prácticamente la forma tradicional de organización, mientras que las AAI francesas y los reguladores de América Latina han sido concebidos al interior de políticas de descentralización⁵; el modelo francés es, a nuestro parecer, una figura exacerbada de esta descentralización, especialmente si se analiza su autoridad de los mercados financieros. Las autoridades de América Latina aparecen como mucho menos desarrolladas desde este punto de vista.

¹ MARTÍNEZ, (2002), pp. 42 y ss.

² *Ídem* p. 30. Ver también GARCÍA G. (2009), p. 327; MEDINA (2007), p. 17, VERKUIJ (1988).

³ La expresión es usada por primera vez en la ley de 6 de enero de 1978, que califica como autoridad administrativa independiente a la Commission nationale de l'informatique et des libertés (CNIL).

⁴ MARTÍNEZ (2002), VALETTE (2005), pp. 201 y ss.

⁵ <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/dossiers/autorites-administratives-independantes/aai-nouveau-pouvoir.shtml>.

Este estudio se refiere a los reguladores de 6 países. Inglaterra y Estados Unidos han sido escogidos por constituir los modelos tradicionalmente considerados a la hora de instaurar un regulador. Francia ha sido escogida porque nos parece poseer un sistema más desconocido y que puede aportar mucho a las legislaciones latinoamericanas, por esta misma razón y considerando el hecho de que los modelos anglosajones son mucho más citados en los estudios que se realizan en nuestro país, hemos decidido poner un acento especial en la legislación francesa. En América Latina hemos escogido una muestra constituida por tres países: México por su envergadura, Colombia por lo avanzado de su modelo regulador, y Chile por encontrarse justo en un momento en que se estudia la reforma a su regulador.

En los párrafos que siguen presentaremos un panorama general de los reguladores de los mercados financieros ya citados, centrándonos en lo que pareciera ser sus características más importantes, la profesionalización en la composición del regulador, y su independencia.

En todas las legislaciones analizadas, el regulador de los mercados financieros se encuentra más o menos alejado de los poderes tradicionales del Estado, lo que corresponde a la idea tradicional de un regulador. Sin embargo, la uniformidad se limita a ese punto. Los roles conferidos a los reguladores y su composición nos permiten afirmar la existencia de varios modelos. El análisis de su independencia con respecto a los poderes estatales no altera esta conclusión. A continuación expondremos cómo se organizan las diferentes autoridades encargadas de regular los mercados financieros con el fin de alcanzar la profesionalización (I) y la independencia (II).

I. La necesidad de una profesionalización

¿Por qué los reguladores se alejan de la concepción clásica de la administración? La respuesta tradicionalmente dada indica que los reguladores tienen a su cargo un sector especialmente complejo, de manera que la elaboración de las normas que lo van a regir y su aplicación debe estar a cargo de profesionales⁶. Ellos es especialmente cierto en materia de reguladores de los mercados financieros.

1. El sector regulado

Las misiones que se confieren a los reguladores constituyen un elemento esencial desde el punto de vista de la teoría de la regulación, pues ellas justifican los rasgos que los alejan de la administración tradicional. A continuación expon-

⁶ *Vid.* a este respecto nuestro artículo “La metodología de la regulación. La lectura francesa aplicada al derecho comparado”.

dremos las misiones otorgadas a los reguladores de los mercados financieros. El análisis permite distinguir las autoridades que nosotros llamamos universales, ya que poseen competencias que abarcan diferentes sectores económicos que por diferentes razones que pueden reducirse a la eficacia, se ha considerado que deben estar bajo el control que una autoridad única. Como estamos del lado de las ciencias sociales, hay también argumentos para sostener la eficacia de las autoridades que extienden sus competencias a distintos sectores, sin por eso abarcarlos todos, como ocurre en el caso mexicano. Aún más, hay argumentos para limitar su competencia exclusivamente a los mercados financieros.

a) Las autoridades universales

Se trata de autoridades que poseen una competencia que se extiende al sector de los seguros, a la banca y los mercados financieros. Es el caso de Inglaterra y de Colombia.

i) El modelo inglés

En el Reino Unido, la autoridad de los mercados financieros es la *Financial Service authority* (en adelante, FSA), creada por la *Financial Services and Markets Act* de 2000.

La FSA regula casi la totalidad de las actividades financieras (mercados financieros y de servicios de inversión comprendidos, tanto en materia de títulos y de productos de ahorro y de todas las actividades de gestión, conservación o intervención cualquiera de compra, venta, suscripción, etc.), incluyendo la actividad financiera de los bancos, de las empresas de seguros y de las instituciones de previsión⁷. En el marco de la regulación de los mercados financieros, la FSA regula la actividad de las bolsas reglamentadas (*Recognised investment exchange*⁸), así como la bolsa de derivados (*London securities and derivative exchange*), la bolsa de metales y la bolsa del petróleo⁹.

La FSA es también competente respecto de otras actividades reguladas, tales como la actividad de las cámaras de compensación (*clearing houses*), de los intermediarios financieros que tienen el estatus de *brokers-dealers*, de los organismos de conservación en un sentido amplio (*custodians*)¹⁰. Cabe destacar que este modelo de un regulador universal es objeto de revisión, así a mediados de mayo de 2011 fue votada en Inglaterra una ley que elimina la FSA. De esta forma, el 17 de febrero de este año el ministro encargado de los asuntos financieros presentó al Poder Legislativo las tres nuevas autoridades

⁷ DELION (2006), p. 220.

⁸ Stock Exchange de Londres y LIFFE (bolsa de futuros y de opciones).

⁹ DELION (2006), p. 220.

¹⁰ *Ídem*.

que sustituirán a la FSA y que serán controladas por el Banco de Inglaterra: la autoridad de conducta financiera (*Financial Conduct Authority, FCA*), encargada de la defensa del consumidor; la autoridad de regulación prudencial (*Prudential Regulatory Authority, PRA*), que vigilará la banca y el sector de seguros; un comité de política financiera (*Financial Policy Committee, FPC*) vigilará el buen funcionamiento del sistema financiero en general.

ii) En Colombia

En Colombia la regulación de los mercados financieros se encuentra en manos de la Superintendencia Financiera, creada por el Decreto 4327 de 2005¹¹.

En este país, toda persona que ejerce actividades financieras, de banca, de seguros, de administración de fondos de pensiones y en general de gestión y de inversión de recursos captados del público, está sometida al control de la Superintendencia Financiera. Entre las funciones que el legislador ha conferido a la Superintendencia Financiera se encuentran: mantener la integridad, eficiencia y transparencia del mercado de valores mobiliarios y de otros activos financieros y vigilar el respeto de los derechos de los consumidores financieros¹² y la adecuada prestación de los servicios.

b) Las autoridades sectoriales

Se trata de autoridades cuya competencia se centra en los mercados financieros, dejando el control de la banca y de los seguros a cargo de otros organismos. Es el caso de Francia y de Estados Unidos.

i) En Francia

En Francia, los mercados financieros están regulados por la Autoridad de los Mercados Financieros (AMF), creada por la Ley N° 2003-706, de seguridad financiera del 1° de agosto de 2003¹³.

En conformidad a la ley, la AMF tiene por misión velar por la protección de la inversión realizada en los instrumentos financieros, por la información de los inversores, y por el buen funcionamiento del mercado de instrumentos financieros. La AMF es competente para controlar todos los mercados financieros, sus actores y los operadores del mercado. Hoy en día su competencia está en vías de extenderse al sector de los seguros de vida, en virtud de la supresión

¹¹ El organismo de gobierno competente es el Ministerio de Hacienda y de Crédito Público.

¹² Entendiendo por tales los inversores, los ahorrantes y los asegurados.

¹³ La AMF es el resultado de la fusión entre la Commission des opérations de bourse (COB), del Conseil des marchés financiers (CMF) y del Conseil de discipline de la gestion financière (CDGF).

de la noción de *appel public à l'épargne*¹⁴. Ella no tiene competencia en materia bancaria.

ii) En Estados Unidos

La *Securities and exchange commission* (SEC) es la autoridad norteamericana de los mercados financieros, ella fue instituida por la *Securities Exchange Act* de 1934. La SEC es también una autoridad especializada: su competencia se centra en los valores mobiliarios y los mercados financieros. Su vigilancia se extiende a las operaciones relativas a valores mobiliarios y a los emisores de los mismos, así como a los mercados y a la infraestructura de mercado y a los profesionales de los valores mobiliarios¹⁵. Ella no tiene competencia ni respecto de los bancos ni respecto del mercado de derivados¹⁶.

La protección de los consumidores está a cargo de una nueva autoridad denominada *Bureau of Consumer Financial Protection*, creada por la *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (conocida como la "Dodd-Frank Act"¹⁷), de 21 de Julio de 2010. Ella tiene a su cargo luchar contra las prácticas comerciales abusivas y desleales que pueden tener lugar en la distribución de productos financieros y en el financiamiento de transacciones inmobiliarias. Su primera misión es limpiar el mercado de préstamos hipotecarios otorgados a personas cuya solvencia es cuestionable (*subprime mortgages*).

c) Modelos particulares

Se trata de países que han agregado a la competencia sus reguladores de mercados financieros, competencia para vigilar ya sea el sector de los seguros, ya sea el sector bancario. Aquí se encuentran el modelo mexicano y el modelo chileno.

i) El modelo mexicano

La autoridad mexicana de los mercados financieros es la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV). Fue creada por la ley de 28 de abril de 1995,

¹⁴ Ordonnance N° 2009-80, de 22 enero de 2009. El artículo L.621-1 se refiere a "la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers donnant lieu à une offre au public ou à une admission aux négociations sur un marché réglementé y dans tous autres placements offerts au public". La noción de "placements offerts au public" es más amplia que la noción de "offre au public". Se trataría, según algunos, de una sutileza que anuncia una reforma a la competencia de la AMF para incluir el sector de los seguros. LF BARS (2009), p. 1502.

¹⁵ CONAC (2006), p. 178.

¹⁶ Ella está a cargo de diferentes autoridades creadas especialmente por los estados federados. Este modelo que distingue dos polos se denomina *twin peaks regulation*.

¹⁷ http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=111_cong_bills&docid=f:h4173enr.txt.pdf

modificada, la última vez, el 13 de agosto de 2009¹⁸. Se trata de un organismo desconcentrado. México siguió el modelo de banca universal, de esta forma, la autoridad financiera mexicana tiene facultades para controlar los bancos y otras entidades financieras, como los administradores de fondos de pensiones o de retiro, los que son considerados como intermediarios financieros. Ella no tiene facultades para controlar el sector de seguros.

ii) El modelo chileno

La autoridad chilena de los mercados financieros es la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), creada por el DL 3.538, de 1980, y modificada en última instancia por la Ley 20.345, de 2009¹⁹. Ella regula y fiscaliza los agentes del mercado de valores, entre ellos a las sociedades anónimas abiertas, a los intermediarios de valores, ya sean las bolsas, corredores de bolsa, seguros, fondos y agentes de valores, entre éstos a las compañías de seguros, a los inversores institucionales (compañías de seguros, fondos de inversiones, fondos de capitales extranjeros y agencias de notación).

En Chile, la autoridad tiene competencia para vigilar el sector de los mercados financieros y de seguros, pero no para vigilar los fondos de pensiones ni los bancos. Estos últimos y las sociedades financieras están autorizados para realizar actividades propias del mercado de valores, en cuyo caso son controlados por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras²⁰.

2. Arquitectura del regulador

Para estudiar la arquitectura de la autoridad es necesario estudiar la composición del organismo en el cual residen las misiones conferidas y los poderes otorgados. Es necesario también analizar la composición de los servicios que les ayudan en el ejercicio de su misión.

a) La composición de las distintas autoridades

Las autoridades de la regulación pueden ser colegiales o individuales. En el primer caso, la autoridad reside en un cuerpo compuesto de varias personas y presididas por un individuo con competencias más o menos amplias. En el segundo caso la autoridad reside en un organismo presidido y cuyos poderes se radican en un individuo, sin perjuicio de la existencia de colaboradores con competencias más o menos amplias.

¹⁸ El organismo de gobierno competente es la Secretaría de Hacienda y de Crédito Público.

¹⁹ El organismo de gobierno competente es el Ministerio de Hacienda.

²⁰ Art. 69 de la Ley de Mercado de Valores N° 18.045 de 1981.

No se trata sólo de un aspecto formal, en efecto, la arquitectura del regulador es muy importante desde el punto de vista de la teoría de la regulación. Temas tales como la necesidad de asegurar la independencia de la autoridad y su eficiencia dependen de esta configuración. Desde el punto de vista de la teoría de la regulación existe una tendencia a constituir autoridades colegiales, sin embargo, países que cuentan con un desarrollo bastante extendido de esta teoría, como Colombia, no han dudado en crear autoridades individuales. El modelo colegial corresponde a los países desarrollados: Inglaterra, Francia y Estados Unidos, México también tiene una autoridad colegial. El modelo individual es seguido por Colombia y Chile.

i) Las autoridades colegiales

Los reguladores de los mercados financieros de los dos países europeos analizados se caracterizan por ser autoridades colegiales. La AMF es el cuerpo colegial más grande en número, su colegio está constituido por 16 miembros, y mientras que la comisión de sanciones cuenta con 12 miembros. Existen también comisiones especializadas y comisiones consultivas. Las funciones otorgadas a las autoridades son ejercidas por el colegio, salvo disposición contraria (ella posee lo que se denomina competencia de principio)²¹. La AMF es seguida por la FSA, que cuenta con 15 miembros. La autoridad inglesa es dirigida por un consejo que cuenta con un presidente, tres miembros ejecutivos²² y once miembros no ejecutivos. Entre los países latinoamericanos analizados sólo México tiene una autoridad colegial compuesta de 10 miembros. Mucho más pequeña desde este punto de vista es la SEC, la cual está dirigida por un consejo de comisarios compuesto de 5 miembros y dirigidos por un presidente.

ii) El modelo individual en retiro

Chile y Colombia poseen una autoridad individual. Se trata en ambos casos de un organismo técnico que la ley califica como independiente y cuyas funciones y poderes son ejercidos por un funcionario denominado Superintendente. Dicho de otra forma, el Superintendente es la verdadera autoridad²³.

En Colombia, la Superintendencia financiera está vinculada al Ministerio de finanzas y de crédito público. A diferencia de la situación chilena, la legislación colombiana prevé la existencia de superintendentes delegados, los cuales colaboran con la dirección del organismo.

²¹ Art. 621-2 CMF.

²² *Executive directors*, es decir, funcionarios remunerados.

²³ Las superintendencias están organizadas bajo la autoridad de un solo funcionario, que ocupa la cabeza del servicio. LIBERTAD Y DESARROLLO, (2009), p. 1.

Dos aspectos nos parecen destacables de la legislación colombiana. El primero: en conformidad con la ley, es el Presidente de la República quien ejerce, a través de la Superintendencia Financiera, la inspección, vigilancia y el control de las personas que realizan actividades financieras, de valores y toda actividad relativa a la gestión, aprovechamiento o inversión de recursos públicos. Por otra parte, el artículo 335 de la Constitución colombiana califica como de interés público las actividades que forman parte de la infraestructura de mercado, esto es, la administración y la gestión de los sistemas de negociación y de los sistemas de compensación y de liquidación.

En Chile, la autoridad reside también en la persona del Superintendente. Los superintendentes de los organismos reguladores son nombrados por el ministro bajo la dependencia del cual se encuentran, aun cuando algunos son nombrados conforme a un procedimiento especial²⁴ que no es aplicable a la SVS. Indirectamente, los superintendentes son nombrados por el Presidente de la República. Existen sin embargo proyectos destinados a modificar esta estructura, de manera que el Presidente propondría una nómina de candidatos, uno de los cuales sería retenido por el Senado²⁵. Respecto a la Superintendencia de Valores y Seguros en particular, se estudia una reforma a la Ley Orgánica de la SVS, que transforma la Superintendencia en una Comisión de Valores y Seguros (CVS), como cuerpo colegiado, entre otras reformas de igual importancia. La CVS estaría compuesta por dos órganos independientes entre sí: el Consejo Directivo, equivalente al órgano ejecutivo, y la Audiencia de Valores y Seguros, como órgano encargado de aplicar las sanciones²⁶. Los lineamientos de esta reforma demuestran la tendencia a recurrir a órganos colegiados.

En Chile la SVS es calificada como una autoridad independiente. Las relaciones entre la autoridad y el Poder Ejecutivo tienen lugar a través del Ministerio de Hacienda. El Superintendente posee la representación legal, judicial y extrajudicial de la Superintendencia²⁷.

Cualquiera sea el modelo seguido, las autoridades necesitan contar con un equipo de asistentes que colaboran con la autoridad para el ejercicio de sus misiones.

b) Servicios

Tratándose de organismos que llevan a cabo funciones altamente técnicas, la configuración de los servicios que colaboran con la autoridad es un factor que se evoca habitualmente al momento de analizar la eficacia de la autoridad. Esto

²⁴ *Ídem*.

²⁵ Aprobación que operaría con el voto de 2/3 de los miembros en ejercicio.

²⁶ V. http://www.svs.cl/sitio/legislacion_normativa/doc/cvs_final.pdf

²⁷ Art. 7° del DL 3.538, de 1980.

se explica por la competencia existente entre el regulador y el sector privado a fin de contratar los mejores profesionales del mercado²⁸. En efecto, para bien controlar los mercados, detectando las conductas peligrosas, la elusión de la legislación, los riesgos que generan las nuevas operaciones es necesario contar con los profesionales que posean los conocimientos técnicos necesarios para comprender y anticipar la conducta de los operadores vigilados. En este contexto es importante entregar al regulador un marco jurídico suficientemente flexible y amplio para atraer los mejores profesionales del sector privado hacia el sector público, de forma temporal o permanente. Al mismo tiempo la eficacia de la regulación exige a los reguladores la instauración de un marco legislativo que asegure la transparencia de sus actos por vía de la publicidad. Al parecer todos los países del norte cuya legislación se ha analizado, salvo México, han tomado en cuenta este esquema y han otorgado una mayor libertad a los reguladores para contratar personas que no han seguido la carrera funcionaria habitual. En el hemisferio sur Chile sigue la misma vía.

i) Régimenes existentes en los países desarrollados

En Francia, la AMF dispone de autonomía administrativa: puede reclutar libremente su personal sin perjuicio de la obligación de respetar la transparencia de ciertos procedimientos. Así, en virtud de la ley 91-3, de 3 de enero de 1991, relativa a la transparencia y a la regularidad de los procedimientos de mercado, la autoridad debe respetar ciertas normas para asegurar la libre competencia entre sus prestadores de servicios, así como debe someter ciertos contratos a las reglas de publicidad.

Entre colaboradores de la AMF²⁹ se distinguen tres categorías: agentes contractuales de derecho público, empleados de derecho privado y funcionarios puestos a disposición por otros organismos; todos se encuentran bajo la autoridad del secretario general de la autoridad³⁰. Este último es nombrado por el presidente de la AMF oyendo la opinión del colegio³¹ y con la aprobación del ministro, aprobación que se da por medio de una carta de no-oposición.

²⁸ Esta realidad es expresamente manifestada por la autoridad inglesa, que en un sitio de Internet afirma "The FSA's success depends on the performance of our people (...) So it will come as no surprise that we seek to lure quality people to take on the responsibilities of overseeing such a dynamic and complex industry". Ella posee incluso un sitio de Internet destinado a reclutar personal: <http://www.careersatfsa.com/Default.aspx>

²⁹ Un número de 300 en 2003, y de 400 en enero de 2010 y pronto 450. Su presupuesto en 2009 fue de 67,7 millones de euros. http://www.amf-france.org/affiche_page.asp?urldoc=amfrecrute.htm.

³⁰ Él sirve de vínculo entre los servicios de la AMF y las instancias decisivas. Él dirige y rinde cuentas a las instancias que toman las decisiones. Él es designado por el colegio con la opinión conforme del presidente escuchando la opinión del consejo y con el acuerdo del Ministerio de Economía, Finanzas y de Industria. Dispone además de poderes de gestión, es responsable a título principal de las investigaciones y de los controles. Es el secretario quien representa civilmente a la institución, salvo la representación judicial, que corresponde al presidente de la AMF.

³¹ Art. 21-5-1 CMF.

En Inglaterra los servicios³² están compuestos por un estado mayor de gestión del presupuesto y de orientación general, dirigidos por un director general y por un grupo de consejeros por cada uno de los diferentes sectores que se encuentran bajo la competencia de la autoridad. Por otra parte, la autoridad posee tres servicios sectoriales (“servicio de regulación”, “mercado de detalle” y “mercado al por mayor e institucional”), divididos en distintas oficinas. Los directores de estos servicios componen el cuerpo ejecutivo de la FSA (*executive managing directors*). La FSA posee también una División de grandes grupos financieros (*Major Financial Groups Division*) destinada, entre otros fines, a asegurar un control global de riesgos en materia de actores que desarrollan actividades múltiples, banca, seguros e inversiones³³. La FSA está encargada de nombrar el *Financial Ombudsman Service* y el *Financial Service Compensation Scheme*.

Al igual que en Francia, la FSA es independiente en la determinación de sus políticas de contratación de personal, siendo el consejo del Tesoro de la FSA quien se encarga de esta tarea; en todo caso las decisiones del día a día relativas al personal son tomadas por el Comité Ejecutivo³⁴.

En Estados Unidos, la SEC posee un secretario (*Secretary*) encargado de las tareas administrativas, de llevar las actas del consejo y de firmar las decisiones de éste. Cuenta además con un director ejecutivo (*Executive Director*) y un director jurídico (*General Counsel*). La SEC está organizada en divisiones y oficinas. Las divisiones son: *Division of enforcement*, encargada de las investigaciones y de las oficinas regionales de la SEC; *Division of corporation finance*, encargada del control de la información; *Division of market regulation*, encargada del control de los intermediarios financieros y de los mercados; *Division of Investment management*, encargada de la gestión por cuenta de terceros. Las oficinas que la componen son dos: la *Office of compliance, inspection and examination*, encargada de controlar los intermediarios financieros, las SRO³⁵, las sociedades y consejeros en inversiones, y la *Office of international affairs*, encargada de las relaciones internacionales. El Consejo puede delegar una parte importante de sus poderes en los directores de divisiones, en las oficinas regionales o distritales, en el secretario, en el director jurídico y en otros empleados superiores³⁶.

Siempre preocupados de poder competir con el sector privado en la contratación de los mejores profesionales del mercado, la SEC ha sido autorizada por el Congreso para pagar salarios más elevados que los propios de la función

³² En 2005, la FSA empleaba 2300 personas y disponía de un presupuesto de 220 millones de libras. VALETTE (2005) p. 207.

³³ Hay que recordar que la FSA posee competencia respecto de los tres sectores.

³⁴ <http://www.careersatfsa.com/about-the-fsa.aspx>

³⁵ Las SRO son organismos encargados de la autorregulación.

³⁶ Section 4a de la Exchange Act. 17 CFR Part 200.30-1 y ss.

pública, aun más, la remuneración puede ser fijada en función de los resultados³⁷. Puede contratar auditores, abogados, economistas y fiscalizadores sin necesidad de aplicar los procedimientos propios de la función pública, todo ello con el fin de reclutar rápidamente su personal³⁸. Los funcionarios de la SEC son funcionarios públicos, pero se benefician de varias derogaciones al marco jurídico propio de estos últimos.

ii) Regímenes existentes en los países latinoamericanos

Comenzando por Colombia, la Superintendencia Financiera posee organismos auxiliares de carácter consultivo: el comité de coordinación para el seguimiento del sistema financiero, el comité consultivo y el consejo asesor. Posee también varias direcciones: de investigación y desarrollo, dirección jurídica, dirección de protección al consumidor financiero, de tecnología y planeación, oficina de control interno y oficina de control disciplinario. Las funciones de la Superintendencia se delegan en dos Superintendentes delegados adjuntos (uno para la supervisión de riesgos y conductas de mercado y otro para la supervisión institucional), los que actúan con la ayuda de varios superintendente delegados (no adjuntos, esta vez)³⁹. El superintendente conserva la facultad de ejercer en cualquier momento las funciones que le han sido delegadas, con la excepción de la facultad otorgada a los superintendentes delegados para aplicar a título de sanción la suspensión o la cancelación de la inscripción en los registros que conforman el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores (SIMEV)⁴⁰. En lo que se refiere a la contratación de personal, Colombia posee normas especiales respecto del resto de la Administración Pública, pero que son comunes a todas las superintendencias, ello no significa que no deban cumplir con las normas generales aplicables a los funcionarios públicos⁴¹. Finalmente, la superintendencia colombiana posee un secretario general y tres organismos de coordinación (también denominados comités).

En México, la CNBV posee una Junta de gobierno, una presidencia, nueve vicepresidencias, un organismo de inspección interna y 36 direcciones generales, además de otras unidades administrativas. Es sin duda el cuerpo más complejo entre los analizados. La CNBV está sometida, en la contratación de personal, a las mismas reglas que se aplican a la administración federal centralizada y descentralizada⁴².

³⁷ Investor and capital markets Fee Relief Act. Pub. L. N° 107-123, 115 Stat. 2390 (2002).

³⁸ Accountant, Compliance, and Enforcement Staffing Act de 2003

³⁹ Hay 5 Superintendentes delegados por cada Superintendente delegado adjunto.

⁴⁰ Está compuesto de tres registros: Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE), Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores (RNAMV) y el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores (RNPMV).

⁴¹ Le son aplicables las normas contenidas en la Ley 909 de 2004, en el Decreto-ley 775 de 2005, Decreto reglamentario 2929 de 2005, Decreto N° 770 y 2772 de 2005.

⁴² V. Art. 20 de la Ley de la CNBV. Son aplicables la Ley del Servicio Profesional de Carrera en la Administración Pública Federal, Reglamento de la Ley del Servicio Profesional de Carrera en la Administración

La Superintendencia chilena por su parte, puede reclutar libremente su personal, no estando sometida, en este aspecto, a las normas que rigen la administración estatal ni centralizada ni descentralizada⁴³. El Superintendente posee un cierta libertad para organizar los servicios y determinar el rol de cada división, libertad que es relativa ya que siguen vigentes ciertos límites, tales como el de respetar la dotación máxima establecida en la ley⁴⁴ o el hecho de que los empleados de derecho privado asignados a puesto de dirección no pueden exceder el 7% del total de empleados⁴⁵. Se puede contratar personal a honorarios, caso en el cual éstos no tendrán la calidad de funcionarios ni los beneficios propios a este carácter. Los funcionarios de la Superintendencia gozan de ciertas bonificaciones especiales⁴⁶.

La mayor parte de los aspectos analizados *supra* buscan un objetivo: contribuir a la existencia de autoridades profesionales e independientes. Corresponde entonces, analizar este rasgo esencial de los reguladores de los mercados financieros analizados.

II. La búsqueda de independencia

Uno de los fundamentos de la existencia de los reguladores es, a grandes rasgos, la necesidad de dejar la regulación de ciertos sectores económicos en manos de entidades independientes de los intereses políticos de turno, de modo de asegurar una continuidad en las políticas regulatorias. Varios aspectos son considerados por la doctrina al momento de determinar si una autoridad puede ser calificada como independiente. De nuestra investigación podemos concluir que estos criterios visan en general la independencia con respecto a los poderes estatales, es decir con respecto al ejecutivo y al legislativo, sin que se analice la independencia respecto al medio regulado (los llamados poderes privados económicos⁴⁷), salvo algunas excepciones. Por otra parte, ningún modelo de autoridad respeta en un 100% los criterios establecidos por la doctrina: la independencia puede ser medida, a través del análisis del respeto de estos criterios, sin embargo no puede darse por adquirida, teniendo en cuenta que siempre existen factores que la vulneran.

1. Factores de independencia

Entre los factores corrientemente evocados a la hora de medir la independencia de la autoridad se encuentran: el régimen financiero, el otorgamiento de

Pública Federal. http://www.cnbv.gob.mx/noticia.asp?noticia_liga=no&com_id=0&sec_id=498&it_id=922.

⁴³ Con excepción del DL 1263 de 1975, que rige la administración financiera del Estado.

⁴⁴ Art. 8 del DL 3538 de 1980.

⁴⁵ Art. 13 del DL 3538 de 1980.

⁴⁶ Art. 12 del DL 3538 de 1980.

⁴⁷ Cf. FARIAT, (2001), pp. 613 y ss.

personalidad jurídica, la representación del gobierno en el seno de la entidad, la duración del mandato de quienes la dirigen, la posibilidad de renovar los cargos superiores, y la posibilidad dada al gobierno de destituir al regulador.

a) Régimen financiero

Comencemos por el regulador que es más desconocido para la doctrina chilena, el regulador francés. En Francia, no obstante la personalidad moral de la AMF, ella no está sometida al régimen de los establecimientos públicos⁴⁸. Es por esto que se habla de una autoridad pública, pero no administrativa, detalle que según los autores quiere marcar una ruptura con las otras autoridades destacando la autonomía de la autoridad⁴⁹. Se puede sostener que la autoridad francesa es independiente desde el punto de vista financiero, considerando que ella cuenta con un presupuesto y recursos propios, los que adquiere por la prestación de sus servicios. La AMF tiene libertad en la determinación de sus gastos no estando sometida al control de un contralor financiero que deba aprobarlos previamente, como ocurre con otras autoridades.

La AMF percibe sus recursos directamente, bajo la forma de derechos que deben pagar las personas cuya actividad está sometida a la vigilancia de la autoridad. Son las llamadas *contributions*⁵⁰. Estos derechos son pagados también por quienes inician operaciones financieras que entran en la competencia de la autoridad (emisores respecto de las operaciones financieras y los prestatarios de servicios de inversiones⁵¹). Existen derechos fijos y contribuciones variables. En todo caso, en su calidad de organismo público, la AMF tiene un contralor y está sometida a la vigilancia de la *Cour des comptes*.

En Inglaterra, al igual que la AMF, la FSA posee una autonomía financiera basada en la percepción de recursos conforme a las prescripciones de la *FSA Act*. Existen tres tipos de rentas:

- rentas anuales percibidas de parte de los organismos que están bajo su competencia, variables según la actividad que desarrollan, las incidencias de la actividad respecto de los objetivos perseguidos por la FSA y los costos producidos por ella.

⁴⁸ El legislador quiso crear una persona jurídica de derecho público, *sui generis*, según resulta del análisis de los trabajos preparatorios. ROUSSEL (2006), p. 164.

⁴⁹ BONNEAU y DRUMMOND (2005), p. 243.

⁵⁰ Las sumas percibidas a título de control no pueden ser consideradas como remuneración por servicios prestados, ellas constituyen "contribuciones de toda naturaleza". Conseil d'Etat en su informe público de 2001. BONNEAU y DRUMMOND (2005), p. 251.

⁵¹ V. arts. 621-5-2 ; 621-5-3 ; 621-5-4 del Code monétaire y financier, y art. 32 y ss. del Décret N° 2003-1109 de 21 nov. de 2003; Décret N° 2003-1290, del 26 septembre 2003, relatifs aux montants y aux taxes perçues par l'Autorité.

- rentas específicas por determinadas intervenciones.
- rentas especiales ligadas a una solicitud de la persona interesada.

En Estados Unidos, desde el punto de vista financiero, la SEC no es independiente, ya que el Parlamento controla su presupuesto, el cual es votado cada año. De esta forma, las sumas que obtiene por las operaciones financieras realizadas van al tesoro público.

En lo que se refiere a los reguladores de los países latinoamericanos, ellos se caracterizan por una independencia financiera atenuada. En México, la ley impone el pago de derechos a determinadas entidades y personas que realizan actividades sometidas al control de la CNBV⁵². Estos derechos están destinados a formar el presupuesto de la autoridad. El presupuesto anual es elaborado por el presidente de la CNBV, y luego es aprobado por el órgano ejecutivo para ser sometido finalmente a la aprobación del Poder Ejecutivo nacional⁵³.

La legislación colombiana, por su parte, otorga a la Superintendencia una autonomía financiera que se funda en la percepción de rentas⁵⁴, entre las cuales se encuentran aquellas obtenidas en virtud de las contribuciones impuestas a las entidades vigiladas, derechos de inscripción y cotizaciones impuestas a las personas inscritas en el Registro Nacional de Valores, derechos por concepto de oferta pública en el país o en el extranjero y otros menores. La autoridad recibe también recursos que son transferidos por el presupuesto general de la nación.

El caso de la SVS chilena es bastante particular. Como en Colombia, la autoridad posee un patrimonio conformado por los fondos anuales previstos en el presupuesto general de la nación y ella percibe también recursos en virtud de los servicios que presta. La ley detalla los actos por los cuales la autoridad puede exigir el pago de derechos y el monto de estos⁵⁵, entre ellos: derechos por la inscripción en los registros que están a cargo de la autoridad, por la aprobación o autorización de los reglamentos bursátiles, o por los reglamentos de los sistemas de liquidación y de compensación, por las autorizaciones de entidades vigiladas, de contratos, de certificaciones. En todo caso, los derechos que la SVS puede solicitar van a beneficio del fisco.⁵⁶

Sería interesante determinar si los reguladores latinoamericanos están en situación de financiarse a través de los servicios que prestan; en la negativa

⁵² Art. 18 de la Ley de la CNBV.

⁵³ Art. 16 XI de la Ley de la CNBV.

⁵⁴ Estos ingresos están previstos en el artículo 5 del Decreto número 4327 de 2005.

⁵⁵ Art. 14 DL 3538

⁵⁶ Art. 16 DL 3538 de 1980.

deberían estudiarse los mecanismos para asegurar su independencia económica del Poder Ejecutivo y del Legislativo.

b) Personalidad jurídica

Comencemos, una vez más por el regulador francés. Éste cuenta con personalidad jurídica que unida a la independencia financiera le permiten reclutar libremente empleados del sector público y privado, como hemos visto *supra*. La personalidad jurídica le permite en general la afectación directa de los recursos percibidos por operaciones financieras y por los actores controlados. La misma situación se presenta en Estados Unidos y en Inglaterra. La *Financial Service authority* (FSA) se encuentra dotada de personalidad jurídica y es calificada como una agencia reguladora independiente (*Independant non-governmental body*⁵⁷). La SEC, por su parte, es un organismo dotado de personalidad jurídica y también es calificada como agencia reguladora independiente.

La Superintendencia financiera colombiana⁵⁸ y la SVS chilena⁵⁹ están dotadas de personalidad jurídica y son calificadas por la ley como organismos que gozan de independencia financiera, cuestión controvertible, como hemos visto. La autoridad mexicana es la única que no posee personalidad jurídica, ella es calificada por la ley como un organismo desconcentrado con autonomía técnica, lo que en México significa que se trata de un organismo que posee ciertas facultades de decisión limitadas y que tiene una cierta autonomía financiera. Como tal, las facultades administrativas que la ley le otorga pueden ser ejercidas en cualquier momento por el organismo central del cual depende⁶⁰, en este caso, por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Su situación es altamente cuestionable desde el punto de vista de la teoría jurídica de la regulación.

c) Nominación y destitución de los miembros de la autoridad

La nominación de los miembros de la autoridades es siempre realizada por un funcionario estatal: el Presidente de la república, actuando sólo o con la venia del Poder Legislativo, a veces el Poder Judicial tiene un derecho de participación, tal como ocurre en Francia. En efecto, en la nominación de los miembros de la AMF intervienen distintas autoridades estatales (Consejo de Estado, Corte Suprema, por ejemplo) e incluso buena parte de los miembros forman parte

⁵⁷ *Non-governmental* significa en inglés, en principio, no incluido en los servicios del gobierno, y no necesariamente no estatal.

⁵⁸ Art. 2 del Decreto 4327 de 2005.

⁵⁹ Art. 1 del DL 3538 de 1980.

⁶⁰ ESPINOZA BARRAGÁN (1986), p. 141.

de la autoridad que los designa⁶¹⁻⁶², así, el Consejo del Estado designa un representante de entre sus miembros. El presidente de la AMF es nombrado por un decreto del Presidente de la República⁶³. El presidente de la comisión de sanciones es elegido por sus miembros entre los consejeros de Estado y los consejeros de la *Cour de cassation*. Se asegura, de esta forma, la diversidad y la representación de diversos sectores estatales, lo que debería constituir una garantía de independencia, a lo menos con respecto a los poderes estatales. En efecto, la independencia respecto de los operadores, o del medio regulado, no está asegurada, si se considera que 2/3 de los miembros de la comisión de sanciones son representantes de los mercados financieros.

En Inglaterra, los tres miembros ejecutivos son nombrados por el Ministro de Finanzas⁶⁴. Los once miembros no ejecutivos son nombrados por el consejo. Su presidente es nombrado, entre los miembros, por el Ministro de Finanzas⁶⁵. El Ministro de Finanzas es libre en la nominación de los miembros ejecutivos. El vicegobernador del Banco de Inglaterra es el único miembro "ex officio". Entre

⁶¹ La composición del colegio se rige por el Art. L. 621-2, II del Code Monétaire y Financier, según el cual componen la autoridad: –Un consejero de Estado designado por el vicepresidente del Consejo de Estado; –Un asesor de la Corte Suprema designado por el primer Presidente del Tribunal de Casación; –Un miembro Senior del Tribunal de Cuentas, designado por el presidente del Tribunal de Cuentas; –Un representante del Banco de Francia, nombrado por el Gobernador; –El presidente del Consejo Nacional de la contabilidad; –Tres miembros designados en razón de su experiencia financiera y jurídica, así como de su experiencia en materia de ofertas públicas y de inversión en instrumentos financieros, por el Presidente del Senado, por el Presidente de la Asamblea Nacional y por el Presidente del Consejo Económico Social; – Seis miembros designados en razón de su experiencia financiera y jurídica, así como su experiencia en materia de ofertas públicas y de inversión en instrumentos financieros, por el Ministro de Economía con consulta a las organizaciones que representan a empresas emisoras, las sociedades de liquidación de los depositarios centrales; –Un representante de los trabajadores accionistas nombrado por el Ministro de Economía, previa consulta a los sindicatos y asociaciones representativas.

⁶² Los miembros de la comisión de sanciones son nombrados en conformidad con el artículo L. 621-2, IV del Code Monétaire y Financier: –Dos consejeros de Estado designados por el Vicepresidente del Consejo del Estado;

–Dos asesores de la Corte Suprema designados por el primer Presidente del Tribunal de Casación; –Seis miembros designados por el Ministro de Economía en razón de su experiencia financiera y jurídica, así como su experiencia en materia de ofertas públicas y de inversión en instrumentos financieros; –Dos representantes de los trabajadores de las empresas o instituciones que proporcionan servicios de inversión, sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, los operadores del mercado, las cámaras de compensación, los administradores de los sistemas de liquidación de las centrales depositarias, designado por el Ministro de Economía, previa consulta con los sindicatos representativos.

⁶³ Entre las funciones, del Presidente de la AMF se encuentran: – Representar a la Autoridad y actuar en su nombre ante cualquier jurisdicción (art. L. 621-2 I-CMF). –Asegurar el respeto de las normas destinadas a evitar incompatibilidades (Art. L 621-4 I-CMF). –Nombrar al Secretario General de la Autoridad (Art. L 621-5-1 CMF). –Presidir las comisiones especiales del colegio (art. L 621-2 CMF-III). – Convocar al colegio y a las comisiones especializadas del colegio. –En caso de imposición de una prohibición o de suspensión de la actividad de un prestatario, designa un prestatario de reemplazo (Art. 22, Décret N° 2003-1109 del 21 noviembre de 2003).

⁶⁴ Según las reglas aplicables a la función pública, luego de un anuncio de vacancia del cargo. Financial services and markets Act, Schedule 1. The Financial Service Authority. Part I General. Constitution y Non-executive members of the governing body.

⁶⁵ Financial services and markets Act, Schedule 1. The Financial Service Authority. Part I General. Constitution y Non-executive members of the governing body.

los miembros no ejecutivos, en mayo de 2010, seis miembros correspondían a dirigentes de grandes organismos financieros y los otros 5 provenían de instituciones diversas⁶⁶. Puede constatarse aquí un equilibrio más acabado, con respecto a la situación francesa, que asegura algo más la independencia respecto del medio regulado. El ministro de finanzas posee también competencias para destituir los miembros de la FSA en caso de falta en el cumplimiento de sus funciones estatutarias.

Mucho más simple es la nominación de los miembros del regulador norteamericano: todos los miembros son nombrados por el Presidente de la República con aprobación del Senado (se aplica el mismo tratamiento que un Ministro). El presidente de la autoridad es nombrado también por el Presidente de Estados Unidos, sin necesidad esta vez de aprobación del Senado. Esta situación no deja de sorprendernos. ¿Cómo es posible que la nominación de la autoridad (que sirve de modelo al planeta como autoridad independiente) dependa de aquellos respecto de los cuales ella se supone que es independiente? Aun más, el presidente puede, en cualquier momento, remover de su cargo al presidente de la SEC sin necesidad de justificar su decisión (de hecho, en caso de alternancia política a nivel del cargo de Presidente, generalmente se produce la dimisión del presidente del consejo). Sin embargo, la legislación norteamericana ha puesto en obra varios mecanismos destinados a asegurar la independencia de la autoridad respecto del Presidente de la República:

- Con el fin de que el Presidente de Estados Unidos no pueda renovar enteramente la comisión, 5 miembros del consejo son renovados todos los años, por otra parte el mandato de los miembros es de 5 años, uno más que aquel del Presidente.
- Un máximo de 3 comisarios (de un total de 5) pueden ser miembros del mismo partido político.
- La Corte Suprema ha estimado que los comisarios de las agencias independientes no pueden ser destituidos de sus funciones por el presidente si no en caso de falta.

La situación norteamericana nos sigue pareciendo cuestionable, a lo menos desde el punto de vista de la independencia respecto de los poderes políticos. El simple acuerdo entre el gobierno y el senado no es garantía suficiente, sobre todo cuando el Presidente cuenta con mayoría parlamentaria, este mecanismo, a nuestro parecer, no hace sino equilibrar la influencia de los dos poderes,

⁶⁶ Entre los cuales un funcionario de la Oficina del gabinete, un vicepresidente de una universidad, el presidente del Consejo Nacional de Consumidores, el presidente de un organismo del Servicio Nacional de la Salud.

pero la influencia política sigue presente. Hay que destacar también que basta con contar con tres comisarios para poder orientar las decisiones del consejo, por lo que el máximo de 3 funcionarios pertenecientes al mismo partido no parece muy útil.

En México la intervención del gobierno en la nominación de los miembros de la autoridad es, como en Colombia y Chile, muy fuerte. Los diez miembros de la CNBV son nombrados por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (5 miembros), por el Banco de México (3 miembros), y por las Comisiones Nacionales de Seguros y Fianzas y del Sistema de Ahorro para el Retiro (1 miembro cada una). Su presidente es designado por el Ministro de Hacienda y Crédito Público⁶⁷.

En Chile, el Superintendente es nombrado por el Presidente de la República, se trata de un cargo de exclusiva confianza de este último, en consecuencia el presidente puede destituirlo sin expresión de causa. La misma situación existe en Colombia, el Superintendente es nombrado y destituido por el Presidente de la República⁶⁸. La independencia es controvertible.

En estricta relación con este tema se encuentra la duración del cargo de miembro de la autoridad. A este respecto existe una coincidencia en la duración de los mandatos de los presidentes de la AMF y de la FSA, ella es de cinco años renovables. La coincidencia no se extiende a la duración del cargo de los otros miembros de la autoridad, la cual es de 5 años tanto para los miembros de la comisión de sanciones⁶⁹ como del colegio⁷⁰, renovables una vez, mientras que el mandato de los miembros de la FSA es más breve, es de 3 años. En Estados Unidos la duración del mandato es uniforme para todos los miembros, ella es de 5 años y puede ser renovado. Si se nombra un comisario en reemplazo del anterior, aquel que lo reemplaza va solamente a terminar el mandato de su predecesor. Los mandatos de las autoridades latinoamericanas terminan de *facto* con el mandato del presidente del poder ejecutivo, visto que el presidente posee la facultad de nombrarlos y destituirlos a discreción.

Dejando aparte los factores ya citados, que pueden ser mirados como un atentado a la independencia de los reguladores, hay factores aun más importantes que contribuyen a cuestionar esta independencia.

⁶⁷ Art. 14 de la Ley de la Comisión Bancaria y de Valores.

⁶⁸ No hay norma expresa en este sentido, sin embargo, este régimen se deduce de la Ley 489 de 1998.

⁶⁹ La Comisión de Sanciones es renovada, por mitades, cada 30 meses.

⁷⁰ Con excepción del representante de la Banque de France y del président del Conseil National de la Comptabilité.

2. Cuestionamiento de la independencia de los reguladores

Varios aspectos de la práctica e incluso de la legislación permiten cuestionar la realidad de la independencia de la autoridad, sin que ellos sean siempre justificables. Lamentablemente, cuando se trata de decidir si un determinado mecanismo de control es o no justificable, se realiza una elección más bien política que jurídica. Nosotros hemos realizado nuestra elección y el resultado es expuesto a continuación.

a) Los mecanismos justificables

Existen cuatro principales elementos que permiten cuestionar la independencia de los reguladores sin que ellos permitan afirmar que se trata de organismos dependientes.

1. La homologación: Es una suerte de autorización o visa que parece estar restringida a Francia. La AMF debe recibir la homologación de las reglas que dicta a través de un decreto del Ministro de Economía. El reglamento general de la AMF es así homologado, lo que según la doctrina se explica por la competencia de principio, que de acuerdo a la Constitución corresponde al Poder Ejecutivo.

La FSA⁷¹ debe notificar las reglas que emite al Tesoro. En Chile no existe el procedimiento de la homologación, lo que podría explicarse por el hecho de que el poder reglamentario de los reguladores no está expresamente reconocido.

2. El control financiero: La gestión financiera y contable de la AMF está sometida a la *Cour de comptes* y tiene un contralor. En Chile, la ley específica que la Superintendencia está sometida a la vigilancia de la Contraloría General de la República, restringida al examen de las entradas y gastos⁷².

3. Otros medios de control: La AMF tiene que entregar un reporte anual al Presidente de la República y al Legislativo. La FSA parece estar aún más controlada: debe entregar anualmente un reporte al Ministerio de Finanzas, que transmite este informe al Parlamento. Un comité formado por los miembros no ejecutivos del consejo envía un informe respecto del ejercicio de las actividades de la FSA, poniendo acento en el respeto de los principios de eficiencia y de economía en la gestión. El ministro de finanzas puede someterla a controles de eficiencia (*value for money*) y efectuar investigaciones en caso de fallas serias en los sistemas de regulación.

⁷¹ If the Authority makes any rules, it must give a copy to the Treasury without delay. (2) If the Authority alters or revokes any rules, it must give written notice to the Treasury without delay. (3) Notice of an alteration must include details of the alteration. Financial services and markets Act, Part X Rules and Guidance, Chapter I Rule-making Powers, Procedural provisions.

⁷² Art. 25 del DL 3538 1980.

4. La representación del gobierno: es un factor corrientemente analizado por la doctrina francesa al momento de examinar la independencia de una autoridad. El tema no se plantea al extranjero, lo que se explica por la composición y nominación de los miembros de la autoridad. En Estados Unidos, por ejemplo, no se necesita un representante del Poder Ejecutivo en el consejo de la SEC, lo que parece lógico teniendo en cuenta la intervención gubernamental en la nominación de los miembros. La afirmación es aplicable a los países latinoamericanos analizados y a la FSA.

Cabe destacar que esta representación puede justificarse si se considera que aunque el regulador sea independiente del gobierno, éste conserva la responsabilidad de la regulación. Todo dependerá de la forma como se conciba la responsabilidad del regulador⁷³.

En Francia, el gobierno está representado por un comisario de gobierno que participa en todas las instancias de la AMF, sin derecho a voto, y que es nombrado por el Ministro de Economía, Finanzas y Empleo. La evolución del régimen francés en cuanto al representante del gobierno ilustra bien las tensiones existentes en la regulación de los mercados financieros. Ello demuestra también que el diseño regulatorio no siempre va en el sentido que dicta la lógica de la regulación, más bien orientada hacia la independencia de los reguladores. En efecto, la presencia de un comisario del gobierno fue prevista en el seno del consejo de los mercados financieros (CMF) para ser luego suprimida de la composición de la COB⁷⁴. La ley MAF reinstauró la representación gubernamental en la COB, cambiando la denominación del cargo, que pasó a llamarse “representante del ministerio de economía y de finanzas”. Como ya lo hemos dicho, la representación en el seno de la AMF se mantuvo. Antes de la creación de la AMF un autor veía en esta representación una manifestación de la tutela del gobierno sobre la autoridad⁷⁵, otro se sorprendía del “refuerzo del Poder Ejecutivo en el seno de un órgano que goza de la calidad de autoridad administrativa independiente”⁷⁶; se afirmó también que el representante del gobierno, con poderes para ser escuchado y para realizar proposiciones a la autoridad, poseía un verdadero poder de orientación⁷⁷ que “fragiliza la independencia mostrada por la comisión”⁷⁸. Las críticas fueron en todo caso matizadas, ya que tratándose del CMF se estaba en presencia de una autoridad privada de orden profesional que gozaba de prerrogativas de poder público, lo que justificaba un control o intervención de parte del gobierno; en el caso de la COB la intervención del represen-

⁷³ Algunas nociones sobre este tema se encuentran en VILLABLANCA CERDA (2010a).

⁷⁴ En virtud de la Ley 89-531 de 2 de agosto de 1989.

⁷⁵ AIDAN (2001), p. 62.

⁷⁶ *Ídem*.

⁷⁷ DECOOPMAN (1996).

⁷⁸ THOMASSET-PIERRE (2004), p. 433.

tante del Ministro estaba referida únicamente al poder reglamentario de la autoridad⁷⁹.

La doctrina no ha sido escuchada a este respecto, de esta forma la AMF no solamente cuenta con la representación del gobierno, sino que además se han extendido sus poderes, así, él puede asistir a las sesiones en que se toman decisiones individuales (ver *infra*) e incluso sanciones, en este último caso el comisario no puede asistir a la deliberación. El comisario puede solicitar una segunda deliberación, salvo en materia de sanciones.

Queremos destacar que en Colombia el Parlamento posee facultades importantes respecto al regulador de los mercados financieros: en conformidad con el artículo 135 N° 9 de la Constitución colombiana, cada miembro del Parlamento tiene la facultad de proponer la censura de los superintendentes por asuntos propios al cargo o por desconocimiento de las solicitudes o citaciones del Congreso. Por otra parte, según el artículo 150 de la Constitución colombiana, corresponde al Congreso la creación y supresión de las superintendencias. Es él quien determina la organización y los objetivos de las mismas. El principio del paralelismo es así aplicable a Colombia.

b) Los mecanismos cuestionables

Tanto la práctica como el contenido mismo de las legislaciones analizadas poseen ciertos aspectos que permiten cuestionar que los reguladores sean realmente independientes. Esto se explica ya sea por la necesidad de ejercer un control sobre las autoridades, control que se traduce en un límite a su independencia, mientras que en otros casos se trata simplemente de una decisión política, con el fin de impedir que la regulación de los mercados financieros escape al poder estatal. Veamos algunos ejemplos.

En Estados Unidos, el presidente de la SEC manifiesta una cierta tendencia a aplicar las reglamentaciones (*Executive orders*) adoptadas por el gobierno aun cuando su marco legal no lo exige. Esto se explicaría por el hecho de haber sido nombrado por el Presidente de la República, la crítica que hemos formulado *supra* encuentra en este hecho un sustento; por otra parte hay que recordar que el presupuesto de la SEC debe someterse a la *Office of Management of Budget (OMB)*, que depende del Presidente. Existen también factores que limitan su independencia respecto del Congreso. Recordemos que los comisarios son nombrados con el acuerdo del Senado y que el Congreso controla el financiamiento de la SEC, ya que las sumas que cobra por las operaciones financieras pasan a las arcas fiscales, siendo el Congreso quien vota todos los

⁷⁹ Las intervenciones del *commissaire du gouvernement* no se extendían a las decisiones individuales, por lo tanto no alcanzaban ni a las sanciones ni a las visas, ni a las decisiones de investigación.

años su presupuesto. Esta dependencia explica el hecho de que la SEC sea bastante sensible a los deseos del Poder Legislativo a su vez influenciado por los *lobbies* y grupos de presión. Así, a fines de los años noventa y bajo la presión del Congreso, la SEC no impuso la contabilización de las *stock-options* en la contabilidad, medida que no contaba con el apoyo de mundo de los negocios ni de las multinacionales de la auditoría.

En Colombia y en Chile, aun cuando jurídicamente para asegurar una independencia no se consagran los mecanismos que se utilizan en los países más desarrollados, la doctrina desea y reclama esta independencia.

En Francia hay una disposición del *Code Monétaire et Financier* que es especialmente cuestionada por la doctrina y por los operadores de los mercados financieros. Se trata del artículo L. 621-7-2, según el cual: "En caso de carencia de la autoridad de los mercados financieros, no obstante una advertencia dada por el Ministerio de Economía, las medidas de urgencia necesarias serán tomadas por decreto". Un autor ve en esta norma una manifestación de la voluntad del legislador de reforzar la ligazón entre la autoridad y el Poder Ejecutivo, una posibilidad de injerencia directa reservada al gobierno que "contiene en germen una debilitación de la independencia de la autoridad (...)""⁸⁰. Esta disposición, a la luz de las legislaciones latinoamericanas puede parecer un mínimo inocuo mientras que en Francia da lugar a críticas, como la citada. Esto demuestra la distancia que aún existe entre nuestras concepciones regulatorias.

La independencia, que, repetimos, visa principalmente los poderes políticos, y la profesionalización son así, en todos los países, ambiciones del medio regulado, y de los mismos reguladores, lo que genera principalmente una objeción: ¿cómo resolver el conflicto de intereses entre los miembros profesionales que componen la autoridad y los profesionales del sector regulado?

Conclusión: El conflicto de intereses subsiste

Las autoridades de la regulación normalmente están compuestas de personas que pertenecen al medio regulado: los profesionales. Las autoridades gozan también normalmente de los poderes de dictar reglas, y de aplicarlas, gracias al poder de sanción. Estos dos hechos conjugados generan un conflicto de intereses a dos títulos:

- los miembros profesionales pueden tener la tendencia a beneficiar, en el
- ejercicio de sus poderes, a sus camaradas de profesión.

⁸⁰ THOMASSET-PIERRE, (2004), p. 434.

- los miembros profesionales pueden encontrarse en situación de competencia respecto de las personas sancionadas, por el hecho de pertenecer ambos a un mismo sector económico.

No se trata sólo de hipótesis, algunas decisiones de la Comisión de Sanciones francesa han sido anuladas por ausencia de imparcialidad, por ejemplo, porque uno de los miembros de la comisión mantenía una relación de negocios con el imputado, o porque tenían un litigio pendiente, o porque pertenecían a empresas en situación de competencia⁸¹.

Para resolver este tipo de conflictos se ha previsto un procedimiento de recusación, el que sólo es aplicable al proceso de sanción. Esta situación revela una suerte de parcialidad estructural de los reguladores; varias soluciones son posibles, todas más o menos criticables: el poder de sanción podría transferirse a una jurisdicción común, podría prescindirse de los miembros profesionales en la Comisión de Sanciones, y reemplazarlos por juristas, más proclives, se ha sostenido, a respetar las garantías de un debido proceso; podrían tomarse otras medidas tendientes a reforzar las garantías de imparcialidad, prever sanciones fuertes en caso de desconocimiento de las normas del debido proceso.

A nuestro parecer el problema es mayor, ya que él subsiste a la base, en efecto, la recusación no es aplicable a los poderes de aprobación, autorización, ni al proceso de elaboración de normas. ¿Cómo asegurar que la toma de este tipo de decisiones se realice a favor del interés general y no del interés particular de los profesionales? Creemos que una forma de conciliar la presencia de profesionales y el interés general consiste en asumir que los reguladores tienen a cargo únicamente la protección del sector regulado y no la protección del interés general, el cual debe ser asegurado por el Estado, a través de mecanismos tales como la homologación de las normas y sobre todo a través de la elaboración de las normas mayores que deben estar siempre a cargo del Poder Legislativo. Ello no nos libera de nuestra misión de reflexionar acerca de otros mecanismos que puedan mejorar la arquitectura de los reguladores.

Bibliografía citada

Aïdan, Pierre, (2001), *Droit des marchés financiers. Réflexions sur les sources* (Paris, Banque éditeur), 342 pp.

Bonneau, Thierry y Drummond, France, (2005), *Droit des marchés financiers* (Paris, Editorial Economica), 847 pp.

⁸¹ CE, 27 octobre 2006, *Parent c/AMF*; CE, 12 mars 2007, *Société Europe Finance et Industrie*; CE, 26 juillet 2007, *Société Global Gestion*.

Conac, Pierre Henry, (2006), "L'Autorité de régulation del marché financier américain : La Securities and Exchange Commission (SEC)", en *Annales de la régulation*, v. 1, Bibliothèque de l'institut André Tunc, Tome 9 (Paris, Editorial LGD)), pp. 177-197.

Consorcio para la reforma del Estado, Un Estado de clase mundial.

Superintendencia de Valores y Seguros, Chile, *Comisión de valores y seguros*, Disponible en http://www.svs.cl/sitio/legislacion_normativa/doc/cvs_final.pdf [fecha de consulta, 22 de febrero de 2011].

Decoopman, Nicole, (1996), "La COB", en *La modernisation des activités financières*, Bonneau, Thierry, (edit.), (Paris, Editorial GLN Joly), N° 236.

Delion, André, (2006), "La Financial services authority britannique", en *Annales de la régulation*, v. 1, Bibliothèque de l'institut André Tunc, Tome 9 (Paris, LGD)), pp. 219-226.

Espinoza Barragán, Manuel, (1986), "*Lineamientos de Derecho Público mexicano*", (Tijuana, Baja California, Cárdenas, Editor y Distribuidor).

Farjat, Gérard, (2001), "Les pouvoirs privés économiques", en *Souveraineté étatique et marchés internationaux à la fin du 20ème siècle, Mélanges Philippe Kahn*, (Paris, Litec), pp. 613-661.

García García, José Francisco, (2009), "¿Inflación de superintendencias? Un diagnóstico crítico desde el derecho regulatorio, *Actualidad Jurídica*, N° 19 T. I, pp. 327-372

Le Bars, Benoit, (2009), "Réforme de l'appel public à l'épargne: entrée pragmatique del droit français dans l'ère de l'offre au public des titres financiers", *Recueil Dalloz*, N° 22, pp. 1500-1503.

Libertad y Desarrollo, (2009), "Superintendencias en tiempos de cambio", *Temas públicos*, N° 948, p. 1, Disponible en http://www.lyd.com/lyd/bajar.aspx?archivo=/LYD/Controls/Neochannels/Neo_CH3757/deploy/TP948RedisenodeSUPER.pdf, [fecha de consulta 22 de febrero de 2011].

Martínez, María Salvador, (2002), *Autoridades independientes* (Barcelona, Editorial Ariel Derecho), 404 pp.

Pisier, Evelyne, (1988), "Vous avez dit indépendantes? Réflexions sur les AAI", *Pouvoirs*, N° 46, pp. 73-83.

Roussel, Florence, (2006), "L'Autorité des marchés financiers", en *Annales de la régulation*, V. 1, Bibliothèque de l'institut André Tunc, Tome 9, (Paris, LGD)), pp. 159-175.

Rumeau Maillot, Daoud, (2008), *Les Autorités de régulation dans le domaine des services financiers*, Thèse Lyon 3, 565 pp.

Thomasset-Pierre, Sylvie, (2004), "L'autorité des marchés financiers, une autorité publique ambivalente", *Mélanges AEDBF-France IV*, (Paris, Revue Banque editores), pp. 417-437.

Valette, Jean-Paul, (2005), "La régulation des marchés financiers", *RDP*, N° 1, pp. 183-210.

Verkuil, Paul, (1988), "The Purposes and Limits of Independent Agencies", *Duke Law Journal* N° 272.

Villablanca Cerda, Lusitania, (2010), "Los pilares del derecho, contrato y responsabilidad, como instrumentos de regulación", *Revista de derecho y ciencias penales*, N° 14, pp. 45-57.

Villablanca Cerda, Lusitania, (2010), "Derecho y regulación en Francia: derecho de la regulación", *Actualidad jurídica*, N°22, pp. 237-261.

Documentos electrónicos

http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=111_cong_bills&docid=f:h4173enr.txt.pdf [Fecha de consulta: 17 de abril de 2011]

http://www.amf-france.org/affiche_page.asp?urldoc=amfrecrute.htm [Fecha de consulta: 2 de febrero de 2010]

<http://www.careersatfsa.com/Default.aspx> [Fecha de consulta: 5 de febrero de 2011]

<http://www.careersatfsa.com/about-the-fsa.aspx> [Fecha de consulta: 12 de febrero de 2011]

http://www.cnbv.gob.mx/noticia.asp?noticia_liga=no&com_id=0&sec_id=498&it_id=922 [Fecha de consulta: 9 de octubre de 2010]

[http://fr.jurispedia.org/index.php/Circulaire_\(fr\)](http://fr.jurispedia.org/index.php/Circulaire_(fr)) [Fecha de consulta: 5 de noviembre de 2010]

Legislación utilizada

Francia

1. *Code des postes y des communications électroniques.*
2. Loi N° 2000-108 de modernisation y au développement del service public de l'électricité, 10 febrero de 2000.
3. Ordonnance N° 2009-80 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière, JORF: 23 enero de 2009.
4. *Code monétaire et financier (CMF).*
5. Décret N° 2003-1109 relatif à l'autorité des marchés financiers, JORF: 23 de noviembre de 2003.
6. Décret N° 2003-1290 relatif aux montants et aux taux des taxes perçues par l'Autorité des marchés financiers, JORF, 30 de diciembre de 2003.
7. Règlement général de la AMF, homologado por el arrêté de 12 octubre 2004, JORF de 29 octubre de 2004, modificado en última instancia por el arrêté de 8 de diciembre de 2010, JORF de 11 de diciembre de 2010.

8. Loi N° 86-1067 Relative à la liberté de communication, JORF: 1 de octubre de 1986.

9. Loi de 1 de agosto de 2000 modifiant la loi N° 86-1067 du 30 septembre 1986 relative à la liberté de communication, JORF: 2 de agosto de 2000.

Chile

1. DL 1.263 de administración financiera del estado, Diario oficial 28 de noviembre de 1975.

2. DL 3.538 de la Superintendencia de Valores y Seguros, Diario Oficial 23 de diciembre de 1980.

3. Ley 18.045 de Mercado de Valores, Diario Oficial de 22 de octubre de 1981.

4. Ley 19.880 de bases de procedimientos administrativos que rigen los actos de los órganos de administración del Estado, Diario oficial 29 de mayo de 2003.

5. Ley 20.190, introduce adecuaciones tributarias e institucionales para el fomento de la industria de capital de riesgo y continúa el proceso de modernización del mercado de capitales, Diario Oficial de 5 de junio de 2007.

Estados Unidos

1. Sarbanes-Oxley Act 2002, Pub. L. N°. 107-204, 116 Stat. 745, 30 de Julio de 2002.

2. Securities Exchange Act 1934.

3. Act. Pub. L. N° 107-123, 115 Stat. 2390 (2002).

4. Accountant, Compliance, and Enforcement Staffing Act de 2003.

5. Securities Act 1933.

6. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. N° 111-203, de 21 de Julio de 2010.

Colombia

1. Estatuto orgánico del sistema financiero.

2. Ley 909 de 2004.

3. Decreto-ley 775 de 2005.

4. Decreto reglamentario 2929 de 2005.

5. Decreto N° 770 de 2005.

6. Decreto 2772 de 2005.

7. Decreto número 4327 de 2005.

Inglaterra

Financial Services and Markets Act 2000.

Policy Statement PS10/4.

México

1. Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito, de 1985.
2. Ley de Instituciones de Crédito, de 1990.
3. Ley de la CNBV, de 1995.
4. Resolución 400, de 1995.
5. Ley 489, de 1998.
6. Ley de Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros, de 1999.
7. Ley del Servicio Profesional de Carrera en la Administración Pública Federal, de 2003.
8. Reglamento de la Ley del Servicio Profesional de Carrera en la Administración Pública Federal, de 2004.
9. Ley de Mercado de Valores, de 2005.
10. Ley 1358, de 2009.