

Comisión de Valores: Nueva Institucionalidad para Supervisar el Mercado de Capitales

Una regulación financiera eficiente es un elemento esencial para un desarrollo armónico de nuestro mercado de valores. Sin perjuicio del buen desempeño de nuestro sistema financiero, resulta necesario perfeccionar la institucionalidad vigente. Este proyecto de ley va en la dirección correcta al buscar establecer mecanismos de pesos y contrapesos, asegurar la continuidad de las políticas internas, y reducir la posibilidad de captura, entre otras ventajas.

En esta edición:

Comisión de Valores: Nueva
Institucionalidad para
Supervisar el Mercado de
Capitales

Educación Técnico
Profesional:
¿Qué Hace la Diferencia?

El Ejecutivo presentó al Congreso Nacional una iniciativa legal mediante la cual persigue reformar la institucionalidad de la entidad supervisora del mercado de capitales, transformando a la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) en una Comisión de Valores y Seguros. La dirección de la institución dejaría de ser de carácter unipersonal para pasar a ser una del tipo colegiado. Asimismo, el proyecto de ley se aboca a regular el proceso a través del cual esta nueva agencia emitirá las normas aplicables al sector regulado, así como el proceso administrativo sancionatorio.

La nueva institucionalidad y, en general, la orientación de las modificaciones propuestas apuntan en la dirección correcta. Al plantear la independencia de la nueva entidad regulatoria del gobierno de turno, se persigue dar mayores grados de legitimidad a sus decisiones, al tiempo que se le entrega mayor autonomía y se propende a que sus criterios y decisiones tengan estabilidad en el tiempo.

Por su parte, se busca dar mayores niveles de seguridad jurídica a los fiscalizados, por la vía de terminar con la fusión que hoy existe del rol de juez y parte del Superintendente, lo que permitiría que los agentes del mercado sean juzgados por órganos imparciales, tal y como mandata nuestra Constitución Política. Se introducen asimismo cambios positivos en el proceso de emisión de normativa en pos de una mayor calidad regulatoria.

La iniciativa constituye el primer paso, que a nivel de proyecto de ley, se da hacia un rediseño de la arquitectura regulatoria de las entidades de supervisión del mercado financiero. Considerando que podría llegar a constituirse en un precedente para futuras modificaciones a la institucionalidad de otros organismos fiscalizadores del sector, como podría ser la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, e incluso extensible a otros mercados regulados, se trata de un proyecto que a nuestro juicio debiera ser ampliamente debatido. Por de pronto, surgen desde ya ciertas interrogantes que seguramente serán parte del debate: ¿Qué llevó al legislador a elegir a la entidad supervisora del mercado de capitales como punto de partida? ¿Se avanzará hacia una regulación que abandone el modelo de regulación sectorial para pasar a uno en base a objetivos u otro? A continuación, intentamos resolver algunas de estas interrogantes junto con describir los principales contenidos del proyecto.

Antecedentes

Los mercados de capitales han jugado un rol muy importante en el buen desempeño económico de nuestro país. Mercados de capitales desarrollados aumentan la productividad de los factores y la inversión en capital físico y humano al permitir una mejor asignación de recursos y un mejor acceso de las personas y empresas a financiamiento, lo que trae consigo un mayor nivel de ingresos. A la luz de estos beneficios, en los últimos años se han aprobado una serie de reformas legislativas y administrativas¹ tendientes a dar mayor profundidad y liquidez a los mercados de capitales chilenos², sin perjuicio de los procesos que aún deban llevarse a cabo para profundizar este desarrollo y modernización.

La última crisis financiera internacional mostró que los sistemas de supervisión pueden perder efectividad frente a la creciente complejidad e interconexión de los mercados y agentes financieros. Este riesgo puede llegar a ser especialmente relevante en modelos de regulación y supervisión institucional segmentados, como el chileno, en que se dificulta la percepción apropiada de todos los riesgos implícitos de las relaciones financieras. La internacionalización de los mercados, unido a la mayor complejidad y sofisticación que ha adquirido la industria, muestran cómo se han diluido las fronteras entre los segmentos de supervisión tradicionales, lo que es especialmente cierto en lo relativo a la supervisión de conglomerados. El resguardo de la estabilidad financiera requiere de un actuar coordinado de los agentes de supervisión. Por ello, resulta valioso el anuncio que ha efectuado el Ministerio de Hacienda de enviar al Congreso Nacional un proyecto que crearía por ley el Consejo de Estabilidad Financiera, hoy regulado vía D.S. Nº 953, del Ministerio de Hacienda, del año 2011. La creación por vía legal de esta institucionalidad permitirá darle permanencia y formalidad a una instancia oficial de coordinación entre los reguladores públicos del sector financiero, la que tendría atribuciones en materia de evaluación y manejo de riesgos sistémicos, normas que, en

todo caso, deberán estudiarse cuidadosamente para que no generen conflictos en relación con la autonomía de otras agencias regulatorias, como tampoco responsabilidades diluidas³.

Hoy resulta bastante evidente, en relación con los perfeccionamientos a la arquitectura regulatoria del sector financiero y del mercado de valores, tanto a nivel doctrinario como a nivel de recomendaciones de organismos internacionales, que parte de las falencias de nuestro sistema de supervisión, dice relación con la estructura y diseño institucional de nuestros supervisores financieros. En efecto, el año 2004, el *Financial Sector Assessment Program* (FSAP) del Fondo Monetario Internacional, y la OCDE, en los años 2010 y 2011, detectaron el insuficiente grado de autonomía de las entidades regulatorias, lo que se refleja, entre otros, en el proceso de nombramiento de los superintendentes del sector. Por su parte, también existe consenso de que es necesario mejorar el procedimiento sancionatorio, contemplando expresamente las garantías del debido proceso, como las instancias de reclamación judicial al efecto.

Asimismo, han cobrado especial relevancia, desde la perspectiva de las políticas públicas, las conductas de mercado de los agentes y la protección del consumidor financiero⁴. Cuando los procesos son eficientes y transparentes y los agentes cuentan con la certeza que está siendo resguardada la fe pública comprometida se pueden tomar decisiones óptimas. A su vez, es necesario que los consumidores financieros cuenten con información apropiada, simple y comparable y tengan acceso a mecanismos expeditos y eficientes de resolución de disputas.

En este contexto, en el entendido que el modelo de supervisión y regulación chileno ofrece espacios para introducir mejoras, el Ministerio encargó en 2010, el análisis del actual sistema a una comisión de expertos que se denominó “Comisión de Reforma a la Regulación y Supervisión Financiera” o “Comisión Desormeaux”⁵. Las principales propuestas efectuadas por la comisión fueron: (i) Avanzar hacia un modelo de supervisión por objetivos -que veremos en detalle más adelante-; (ii) fortalecer la coordinación entre los reguladores para un mejor manejo de riesgos sistémicos; y (iii) reformar el gobierno corporativo de las agencias reguladoras, aumentando su autonomía, otorgándoles independencia presupuestaria, generando incentivos para atraer profesionales de excelencia y contemplando mecanismos de rendición de cuentas⁶.

Rediseño de las agencias regulatorias del mercado financiero: Aspectos a considerar

Un nuevo diseño de la arquitectura regulatoria del mercado de valores y financiero requiere la ponderación adecuada de los riesgos asociados a estos cambios. Se debe revisar la experiencia comparada, debiendo

cuidar, no obstante, el adoptar medidas que parecen avenirse bien con otros sistemas financieros, más complejos, pero que tal vez no conversan con el nuestro. A su vez, es preciso considerar la experiencia de naciones que han efectuado reformas al modelo de supervisión, para sacar lecciones de esos procesos. Los modelos de supervisión existentes son:

(i) El **sectorial o tradicional** que “descansa sobre el estatus legal de las instituciones, esto es, según el objeto para el que fueron constituidas, el cual determina qué regulador es el encargado de supervisarlas⁷”. Esta regulación está vigente en Chile, Grecia, México⁸, etc.

(ii) El **funcional**, que considera las funciones que desempeñan las instituciones financieras. Cada línea de negocio o actividad de un agente del mercado es supervisado por un regulador diferente. El mayor desafío que plantea este esquema es la multiplicidad de reguladores y los mayores costos asociados. A su vez, ningún regulador cuenta, en sí mismo, con información suficiente para la supervisión de riesgos sistémicos.

(iii) El **modelo integrado**, bajo el que existe un regulador único universal. Este modelo si bien resuelve deficiencias del modelo sectorial presenta también importantes limitaciones, entre otras, el hecho que el regulador integrado puede transformarse en un ente burocrático de difícil administración.⁹ Otro riesgo radica la priorización de ciertos objetivos de supervisión en desmedro de otros igualmente valiosos y necesarios para el buen funcionamiento de los mercados. Este modelo estuvo vigente en el Reino Unido, a través de la Autoridad de los Servicios Financieros (*Financial Services Authority*), sin embargo, actualmente se está migrando hacia un sistema del tipo *twin peaks*.

(iv) El de **regulación por objetivos** (*twin peaks*), en que el modelo supervisor se organiza en función de dos objetivos: la regulación de los participantes de los mercados financieros; y la regulación prudencial del propio mercado financiero. Así, existe un supervisor de solvencia y otro de conducta de mercado. Australia es un ejemplo de este modelo.

La tendencia a nivel comparado es un abandono de los modelos sectoriales y un caminar hacia modelos integrados o de regulación por objetivos. En la década de los ochenta/noventa preponderaron los modelos de supervisión financiera integrada. Sin embargo, la crisis del banco *Northern Rock* en el Reino Unido como lo acontecido en Estados Unidos con *Bear Stearns* reforzaron los argumentos a favor del modelo de supervisión denominado “*twin peaks*”, que es el que recomendó para nuestro país la Comisión Desormeaux (a través de la creación de una Comisión de Solvencia y otra de Conducta de Mercado), modelo que no es abordado en la reforma propuesta en el proyecto de ley. ¿Por qué no se aborda?, es una interrogante a resolver. Por de pronto, un análisis efectuado por el Banco Central de Chile¹⁰ sugiere que si bien es el modelo con mayor aceptación, no habría evidencia empírica de su superioridad en caso de crisis. Asimismo, se menciona que los “potenciales beneficios de implementar cambios radicales en la estructura de las superintendencias

deben ser cuidadosamente sopesados contra los riesgos de erosionar las fortalezas de las legislaciones financieras actualmente vigentes”.

Más allá del modelo a seguir, resulta pertinente preguntarse cuánto debe extenderse la regulación. No debemos confundir el fortalecimiento de nuestra legislación, con entrar en dinámicas de sobre regulación. Sobre regular tiene costos importantes, como los de observancia o de *compliance*, así como costos de oportunidad relacionados con la pérdida de posibilidades de negocio o de desincentivar la innovación debido a restricciones regulatorias. La sobre regulación puede llevar también implícito un riesgo moral, particularmente cuando es concebida como una ampliación de las garantías estatales. Por ello, la regulación debe encontrar sus fundamentos en una clara articulación de los objetivos perseguidos, debiendo introducir sólo aquellos requerimientos y herramientas que sean proporcionales a esos objetivos, evitando crear masas burocráticas excesivas, duplicar funciones o generar conflictos de competencia entre reguladores. Por cierto, los beneficios de la regulación deben superar con creces los costos que ella conlleva.

Principales contenidos del proyecto de ley sobre Comisión de Valores y Seguros

El proyecto de ley presentado mantiene el carácter sectorial de nuestro modelo regulatorio de supervisión. Sin embargo, modifica sustancialmente el Decreto Ley Nº 3.538, que contiene la Ley Orgánica de la Superintendencia de Valores y Seguros, en aspectos orgánicos de la nueva institucionalidad, y en lo relativo a las facultades normativas y el procedimiento administrativo para la aplicación de sanciones. Los principales contenidos del proyecto son:

1. Transformación de la SVS en una Comisión de Valores y Seguros

La iniciativa reemplaza el gobierno unipersonal de la SVS, que recae en un Superintendente de confianza exclusiva del Presidente de la República, por uno de gobierno colegiado: la Comisión de Valores y Seguros. La dirección superior y administración de la institución pasaría a un Consejo de cinco miembros: cuatro Consejeros y un Presidente de la Comisión. El Presidente de la Comisión sería designado por el Presidente de la República, el que permanecería en el cargo por el mismo período en que se extiende el mandato presidencial. Se reconoce así la necesidad de potenciar una coordinación en su actuación con el Gobierno. Los demás miembros del Consejo serían nombrados en pares por el Presidente de la República, con el acuerdo de 4/7 del Senado, y permanecerían en sus cargos por seis años, con un recambio por parcialidades periódicas, por parejas, cada tres años.

Los Consejeros, cuyo perfil sería uno altamente calificado, no tendrán dedicación exclusiva, pese a que se establece un listado de inhabilidades e incompatibilidades. Este punto debiera ser revisado cuidadosamente durante la discusión de la iniciativa legal. Se trata de una institución altamente demandante en términos del ejercicio de funciones, existiendo riesgos de captura asociados. Cabe preguntarse si el esquema elegido se debe a la limitación presupuestaria para contar con buenos consejeros. Si ello fuere el caso, sería conveniente una mayor reflexión en la materia. Presupuestos reducidos no colaboran con el objetivo de atraer técnicos capaces y competitivos, fuera de presentar otros problemas.

El proyecto establece causales de cesación en el cargo, incluyendo la falta grave al cumplimiento de las obligaciones, en cuyo caso será destituido por el Presidente de la República, con acuerdo de 4/7 de los miembros del Senado en ejercicio, cuando hubiese sido designado con su aprobación. Los acuerdos de la Comisión se aprobarán por reglas de mayoría, requiriéndose un *quórum* mayor para determinadas materias.

2. Perfeccionamientos al proceso normativo – emisión de regulación aplicable al sector

La nueva institucionalidad propuesta justificaría la propuesta de dotar a la Comisión de mayores facultades normativas, para permitir una adecuación más expedita de la regulación financiera a los desafíos que impone el desarrollo de los mercados financieros, dinámicos.

Se busca instalar un sistema integrado de evaluación de impacto regulatorio, que permitiría garantizar la calidad y oportunidad de las normas administrativas emitidas. La Comisión deberá disponer además de estudios que aborden, entre otros aspectos, la definición del problema a resolver; los fundamentos de la intervención del regulador; la evaluación del instrumento regulatorio; y la determinación de la base jurídica para dictar la regulación (cuestión que ha sido ampliamente debatida en doctrina en relación con el proceso normativo)¹¹. Las normas deberán ser puestas en consulta pública, estableciendo los mecanismos para que el comité pueda recibir y estudiar las observaciones que el público formule a su respecto. La evaluación *ex ante* y la consulta pública resultan positivas pues que se erigen como un control a la discrecionalidad de la autoridad, forzándola a ejercer su potestad de manera razonable y a demostrar la necesidad y la suficiencia de la motivación que origina la norma¹².

3. Modificaciones al Proceso Sancionatorio

El objetivo en la materia es potenciar la efectividad del proceso sancionatorio, posibilitando la revisión judicial de las decisiones de la entidad fiscalizadora. En este sentido:

- Se separan las funciones de investigación de la función sancionadora. La primera queda radicada en una unidad al mando de un Fiscal y la segunda en la Comisión. El Fiscal será nominado por la Comisión a través del sistema de Alta Dirección Pública. La separación de roles es positiva, aún cuando puede ser discutible la figura de un Fiscal, con grandes atribuciones, si no cuenta con los controles adecuados.
- Se contempla una descripción de cada una de las etapas del procedimiento sancionador, contribuyendo a la transparencia y a dar cumplimiento al debido proceso.
- La resolución de la Comisión será reclamable ante la Corte de Apelaciones de Santiago, lo que contribuye al control de eventuales situaciones de discrecionalidad y a dar cumplimiento a la garantía del debido proceso.
- Se modifica el mecanismo de revisión judicial (directamente ante la Corte de Apelaciones), para hacerlo más expedito.
- Se reconocen nuevas facultades en materia de persecución y sanción de infracciones, i.e. mecanismos de delación compensada.

Dado que la Comisión gozará de amplias facultades para interpretar las normas jurídicas, imponiendo dicha definición a los regulados, es necesario fijar los límites al ejercicio de la potestad sancionatoria explicitando por ley las garantías de que gozan los agentes regulados. Por su parte, debieran contemplarse normas para dar cumplimiento a los principios de legalidad y tipicidad (claridad *ex ante* de las conductas que son contrarias al ordenamiento jurídico), así como los principios de inocencia, de racional y justo procedimiento, derecho a la defensa, etc.

4. *Accountability* o rendición de cuentas

El proyecto de ley profundiza los estándares de transparencia y rendición de cuentas aplicables a esta entidad fiscalizadora, incluyendo entre otros la obligación de realizar cuentas públicas anuales detallando el trabajo efectuado por la Comisión en el año anterior, así como los desafíos y metas para el año siguiente.

Conclusión

El buen funcionamiento del sistema financiero es crucial para el desarrollo y crecimiento, al cumplir éste una importante labor de intermediación y asignación de los recursos y contribuir a la diversificación de los riesgos. Así, la regulación financiera, cuando eficiente y eficaz, es un elemento esencial para un desarrollo armónico y adecuado de los mercados. Por ello resulta de la mayor importancia prestar atención al diseño de las políticas públicas en esta materia. El proyecto de ley va en la dirección correcta al establecer mecanismos de pesos y contrapesos y relevar el nivel técnico de la institución, entre otras ventajas, sin perjuicio de aquellas materias

que sea necesario perfeccionar. En el debate deberán ponderarse adecuadamente los costos de la regulación, evitando dar señales más políticas que eficientes en términos de la calidad de la misma.

En breve...

- Una regulación financiera eficiente es un elemento esencial para un desarrollo adecuado de nuestro mercado de valores.
- La tendencia que se observa a nivel comparado es un abandono de los modelos sectoriales (como el de Chile) y un caminar hacia modelos integrados o de regulación por objetivos.
- El proyecto de ley no avanza en esa dirección pero reforma sustancialmente la SVS, que pasaría a ser dirigida por una comisión que tendrá mayores grados de independencia y contará con más legitimidad, por lo que se le entrega mayor autonomía.
- La reforma abarca también aspectos relativos al proceso normativo y sancionatorio, que en lo general, persiguen mayores niveles de transparencia y limitar la discrecionalidad de la autoridad.

¹ Las leyes 19.705, 19.768, 19.769, 19.795, 20.190, 20.255 y 20.343, introdujeron sustanciales cambios a las leyes que regulan los mercados de capitales y financieros.

² Pfeffer, Francisco. "Una Década de Avances en la Regulación Legal de la Actividad Económica, Especialmente en su Vertiente Financiera, los Desafíos Pendientes".

³ La creación de organismos de coordinación entre los supervisores, con potestades para velar por el cumplimiento de la regulación micro-prudencial y la estabilidad financiera ha sido recomendada por la OCDE, el FMI, y fue recomendada por la Comisión Desormeaux, aunque con un cariz diferente al finalmente adoptado en el referido decreto.

⁴ En el caso chileno destaca la reciente dictación de la Ley N° 20.555 que otorgó al SERNAC atribuciones en materia de protección al consumidor financiero.

⁵ La comisión fue presidida por don Jorge Desormeaux y estuvo integrada además por destacados expertos: Arturo Cifuentes, Luis Cordero, Pablo Correa, Alejandro Ferreiro, Ronald Fischer y Arturo Yrarrázaval.

⁶ Informe de la Comisión de Reforma a la Regulación y Supervisión Financiera.

⁷ Idem p.29.

⁸ Era el enfoque de supervisión en España y Portugal hasta antes de la crisis financiera global.

⁹ Informe de la Comisión de Reforma a la Regulación y Supervisión Financiera, pp. 54.

¹⁰ "Informe de la Comisión de Supervisión Financiera – Análisis de las propuestas más relevantes", División de Política Financiera del Banco Central de Chile, abril de 2011.

¹¹ García, José Francisco y Verdugo, Sergio. "De las Superintendencias a las Agencias Regulatorias Independientes en Chile: Aspectos Constitucionales y de Diseño Regulatorio". Revista de Actualidad Jurídica N° 22, julio 2010, Universidad del Desarrollo.

¹² García, José Francisco: "¿Inflación de Superintendencias? Un diagnóstico crítico desde el derecho regulatorio, Revista Actualidad Jurídica N° 19- Enero 2009- Tomo I, Universidad del Desarrollo.