

PRESENTE Y FUTURO DE LA SVS

COMENTARIOS AL DOCUMENTO

“COMISIÓN DE VALORES Y SEGUROS.

UNA REFORMA PARA IMPULSAR EL CRECIMIENTO, LA TRANSPARENCIA Y EL MEJOR GOBIERNO DEL MERCADO DE CAPITALLES”

*Guillermo Caballero Germain**

RESUMEN

El presente trabajo pretende contribuir al debate acerca de la creación de un órgano colegiado e independiente a cargo del gobierno de la SVS. La idea principal es que la sustitución de la autoridad unipersonal del superintendente por un cuerpo colegiado constituye una reforma conveniente y necesaria, aunque perfectible. Para arribar a esta conclusión se analiza el modelo de las Securities Regulation, la evolución de la organización de las autoridades reguladoras de mercado y la estructura actual de la SVS. Finalmente, se comentan y sugieren ideas para mejorar el proyecto de reforma. Por su alcance, entre ellas, cabe destacar la necesidad de fijar una política pública clara acerca del rol que compete a la Comisión que –según este artículo– debiera consistir en velar por la protección de los inversionistas y por la transparencia y el correcto funcionamiento de los mercados de valores y seguros.

Palabras clave: superintendencia de valores y seguros, mercado de valores y seguros, autoridad reguladora independiente

ABSTRACT

The present work tries to contribute to the debate about the creation of an associated and independent organ in charge of the government of the SVS. The main idea is that the substitution of the unipersonal authority of the Superintendency by an associated body constitutes an advisable and

* Abogado. Alumno del programa de doctorado de derecho Mercantil de la Universidad Autónoma de Madrid, gcaballerog@gmail.com. Artículo recibido el 29 de octubre de 2008 y aprobado el 28 de noviembre de 2008.

necessary reform, although perfectible. In order to arrive at this conclusion the model of the Securities Regulation is analyzed, the evolution of the organization of the regulating authorities of market and the present structure of the SVS. Finally, they comment and they suggest ideas to improve the reform project. By its reach, among them, it is possible to emphasize the necessity to determine clear a public policy about the role that is incumbent on to the Commission that - according to this article it had to watch over for the protection of the investors and the transparency and the correct operation of the stock markets and insurances.

Key words: Superintendency of Securities and Insurances, stock markets and insurances, independent regulatory authority

INTRODUCCIÓN

10

El papel que le corresponde a la entidad supervisora del mercado de capitales ha adquirido una inusual atención a propósito de la crisis *subprime*, que ha demostrado hasta qué punto el buen funcionamiento del mercado de valores requiere de un adecuado control. La efervescencia que ha provocado este tema coincide con el proyecto de reforma de la Superintendencia de Valores y Seguros que pretende impulsar el gobierno y cuyas ideas básicas aparecen recogidas en el documento “Comisión de Valores y Seguros. Una reforma para impulsar el crecimiento, la transparencia y el mejor gobierno del mercado de capitales”, elaborado por el propio organismo regulador (en adelante, el Proyecto de Reforma)¹. El presente trabajo pretende colaborar en la difusión y discusión de las ideas que propone el Proyecto de Reforma, así como contribuir al enriquecimiento de ese debate público con algunas sugerencias concretas.

Para llevar a cabo esta tarea, conviene partir haciendo algunas consideraciones acerca del modelo predominante de organización de las autoridades reguladoras de mercado (I) y compararlo con la estructura de la SVS (II), cuya falta de adecuación a las necesidades actuales del mercado se pretende solventar –según propone el Proyecto de Reforma– con la creación de una “comisión de valores y seguros” (III), idea que será objeto de comentario y de propuestas que contribuyan ala mejora del diseño institucional (IV).

¹ El documento “Comisión de Valores y Seguros. Una reforma para impulsar el crecimiento, la transparencia y el mejor gobierno del Mercado de Capitales” está disponible en http://www.svs.cl/sitio/legislacion_normativa/normativa_tramite_cerrada.php (última visita noviembre de 2008).

I. LA ORGANIZACIÓN DE LOS REGULADORES DE MERCADO COMO ADMINISTRACIONES INDEPENDIENTES

1.1. *El modelo de organización de los supervisores del mercado de valores: la Securities and Exchange Commission*

1. El *crash* bursátil de 1929 fue la antesala de la llamada “gran depresión” y también la causa del *New Deal*, propuesto años más tarde por Franklin D. Roosevelt, entonces presidente de Estados Unidos de América. El auge económico que siguió a la Primera Guerra Mundial creó gran prosperidad en la sociedad estadounidense y un elevado aumento de la actividad bursátil. Grandes y pequeños inversores acudieron al mercado de capitales para colocar el ahorro en los valores que públicamente ofrecían las empresas cotizadas. La década de los años veinte del siglo pasado alcanzó un círculo virtuoso en que ahorrantes y emprendedores pudieron satisfacer con beneficios, respectivamente, la necesidad de invertir los excedentes y de colocar valores en el mercado. Sin embargo, la circulación de instrumentos financieros sobrevalorados por la especulación impidió que quienes los habían adquirido a crédito pudieran enfrentar los compromisos financieros asumidos al “pincharse” la cotización, lo que hizo colapsar el mercado bursátil y arrastró a Estados Unidos –y con ello a la economía mundial– a una gran crisis financiera.

2. La honda depresión económica que afectó a Estados Unidos de América requería medidas que devolvieran la confianza de los inversionistas en los mercados. La regulación por cada estado miembro de la federación de la emisión y comercio de valores –el denominado *blue sky law*²– fue incapaz de prevenir que la facilidad para obtener créditos y la falta de información sobre los valores cotizados alentara al público a comprar títulos excesivamente apreciados. Aún más, fue incapaz de impedir que la caída de unos valores afectara a otros, de modo que se produjo un efecto dominó que hizo colapsar todo el mercado bursátil, arrastrando consigo el sistema financiero (*systemic risk*). Esto último destacó la necesidad de contar con una regulación supraestatal federal, capaz de restaurar y mantener la confianza en los mercados. Las piezas legales que articulan el nuevo régimen federal del mercado de valores son la Securities Act de 1933 y la Securities Exchange Act aprobada el año siguiente. A diferencia

² “There are a number of explanations for the derivation of the ‘blue sky’ appellation, the most common of which was because of the Kansas statute’s purpose to protect the Kansas farmers against the industrialist selling them a piece of the blue sky”, Thomas LEE HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, 4^a ed., Minnesota, West Group, 2002, p. 20, quien, además, hace una interesante presentación de la evolución histórica de la legislación estadounidense en esta materia.

del Derecho Estatal, basado en el análisis de mérito de los valores antes del registro requerido para ingresar a la cotización, el modelo de regulación escogido por la Securities Act se basa en la completa y transparente revelación de información por parte del emisor, de modo que sean los inversores quienes puedan evaluar las decisiones de negocio³. Esta información debe ser –además– continua, según complementariamente exigió más tarde la Exchange Act, al establecer la entrega de reportes periódicos por parte de los emisores y de algunos *insiders* (entre ellos, directores o accionistas con participación superior al 10% del capital social)⁴. A ello se suma la regulación de las operaciones del mercado secundario de valores (*market regulation*), incluyendo la regulación sobre *broker-dealers*, cámaras de liquidación, así como la negociación en los mercados bursátiles y las operaciones *over the counter*⁵. La Exchange Act dispone sanciones por la omisión de información relevante en relación con la compra o venta de valores y la obligación de registro para los emisores y de los valores ofertados en el ámbito nacional ante la Securities and Exchange Commission, a quien encarga el control de los mismos.

3. El nuevo régimen regulador –denominado más tarde Securities Regulation– se basó en dos ideas fundamentales: plena transparencia informativa (*full disclosure*) y la supervisión del mercado por un organismo independiente y externo al mercado. La *full disclosure* tiene un fundamento económico nítido y aún vigente: el inversor racional (el que conozca las ventajas y desventajas del instrumento financiero) escogerá la opción más rentable, contribuyendo a la eficiencia del mercado y a la óptima distribución de los recursos⁶. La protección del inversor así como el correcto funcionamiento de los mercados requieren de información clara y veraz. Sin embargo, los oferentes de valores no tienen siempre los alicientes suficientes para producir esa información por sí mismos y entregarla al público, por lo cual es necesario corregir ese fallo de mercado (información asimétrica), imponiendo –a través de las normas referidas en el párrafo anterior– la obligación de informar. El objetivo fundamental es proteger al

³ Por ello se la conoce como la “Truth in Securities” Act.

⁴ Louis LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation*, 2ª ed., New York, Little, Brown and Company, 1988, p. 36.

⁵ “The Exchange Act also includes special provisions dealing with stock manipulation, improper trading while in possession of non-public material information, insider short swing profits, and misstatement in documents filed with the Securities and Exchange Commission”, LEE HAZEN (n. 2) p. 23.

⁶ Aníbal SÁNCHEZ ANDRÉS, “Derecho del Mercado de Capitales”, en Juan Carlos SÁENZ GARCÍA, Fernando OLEO BANET, Aurora MARTÍNEZ FLÓREZ (ed.), *Estudios jurídicos sobre el Mercado de Valores*, Navarra, Thomsom-Civitas, 2008, pp. 447-448 [originalmente en la voz “Derecho del Mercado de Capitales”, en *Enciclopedia Jurídica Básica Civitas*, Madrid, Civitas, 1995, vol. II, p. 1.789 y ss.

inversor –desplazando la tradicional regla *caveat emptor*– ante los engaños que le impidan tomar una decisión económicamente razonable y reforzar –no crear, pues la obligación ya se encuentra entre las reglas del contrato de comisión– la obligación de los intermediarios de privilegiar el interés de los inversores por sobre el propio. Con esta medida se mitiga el riesgo de conflictos de interés siempre presente en la actividad de intermediación financiera.

4. La creación de una Independent Regulatory Commission es el segundo pilar del proceso refundacional del mercado bursátil estadounidense. El Congreso aprobó la creación de una agencia federal independiente –denominada SEC– encargada de supervisar y regular el mercado de valores. Compuesta de cinco comisionados designados por el Presidente y confirmados por el Senado. Los comisionados ejercen el cargo por períodos de cinco años, renovándose cada año uno de ellos. La agencia tiene amplísimas facultades normativas y de policía para vigilar el cumplimiento de la legislación sectorial. Cuenta con atribuciones para aprobar normas tanto por delegación de facultades por parte del Congreso como por la interpretación de las mismas. En este último ámbito resultan de gran interés práctico las Safe Harbor Rules, cuyo cumplimiento asegura al sujeto que no será perseguido por la SEC; las Interpretive Releases, que dan a conocer los criterios guías de la SEC en distintas materias y las No-Action Letters, que son respuestas ante consultas privadas acerca de la legalidad de ciertas conductas. Además, tiene facultades para investigar y sancionar el incumplimiento de la legislación vigente del mercado de valores, pero no resuelve disputas entre particulares⁷. Esta concentración de funciones ejecutivas, cuasilegislativas y cuasijudiciales desafían el estricto principio de división de poderes que caracteriza el sistema estadounidense, lo que hace indispensable asegurar la independencia de la agencia del Poder Ejecutivo.

5. La independencia es uno de los elementos centrales del diseño normativo de la SEC. La consecución de este objetivo se logra a través de

⁷ Véase LEE HAZEN (n. 2), chapter 1 §1.3 y chapter 16; James M. BARTOS, *United States Securities Law: A Practical Guide*, The Hague, Kluwer Law International, 2002, pp. 214-235. La regulación emanada de la SEC es complementada por la autorregulación de los propios mercados, en virtud de la habilitación que la Exchange Act otorga a las SRO –entre ellas los national securities exchanges y las national securities associations. La legislación reconoce autoridad disciplinaria a estas entidades sobre sus miembros, incluso, con la facultad de expulsarlos o suspenderlos. Sin embargo, el reconocimiento de estas prerrogativas exige el previo registro ante la SEC de las normas de autorregulación, quien debe comprobar la adecuación de las mismas a la legislación existente, así como la aplicación y modificación de las mismas. La fiscalización del cumplimiento de las normas legales y reglamentarias también es entregada, en primera instancia, a las SRO, reservándose a la SEC la revisión de las sanciones aplicadas. Las resoluciones de la SEC pueden ser, a su vez, revisadas por las cortes de apelaciones federales (LEE HAZEN (n. 2), pp. 752 y 767).

dos reglas: la renuncia del Poder Ejecutivo a la facultad de remover a los comisionados y la prohibición legal que la mitad más uno de los miembros pertenezca a un mismo partido político. Esto significa que, aun cuando casi la totalidad de los comisionados se renuevan dentro de un mismo período presidencial, debe haber pluralidad política⁸. Este proceso de designación debe entenderse en el peculiar contexto de la cultura estadounidense. Los candidatos son expuestos al escrutinio público, lo que ha dado pruebas –salvo contadas excepciones– de ser un apropiado sistema de selección para garantizar el acceso al cargo de personas idóneas, lo que a la postre constituye el elemento central del buen funcionamiento de cualquier institución.

6. El ámbito de competencia y las potestades originalmente entregados a la Securities and Exchange Commission se han incrementado sucesivamente por otros cuerpos legales (entre ellos, the Public Utility Holding Act de 1935; the Trust Indenture Act de 1939; the Investment Company Act de 1940, the Investment Advisers Act de 1940; the Securities Investor Protection Act de 1970; el capítulo 11 del *Federal Bankruptcy Code* y the Sarbanes-Oxley Act de 2002) hasta alcanzar las dimensiones actuales: una agencia federal independiente con grandes poderes, que emplea aproximadamente a tres mil quinientos funcionarios⁹.

14 7. Conviene destacar que la Securities and Exchange Commission ha podido sortear con éxito las fuertes críticas que sufrieron las agencias independientes en Estados Unidos a partir de la década de los setenta del siglo pasado¹⁰. La proliferación de Regulatory Commissions aumentó la burocracia y se convirtió en una vía de escape del Congreso para evitar tomar decisiones políticas difíciles, que se endosaban a la nueva autoridad, bajo el argumento de una mayor competencia técnica en la materia. Se trasladaba con este proceder a estamentos expertos la toma de decisiones que eran genuinamente políticas. El resultado fue que muchas de las agencias fracasaron en la consecución de las tareas encomendadas. Como ha indicado con singular claridad James Oliver Freedman: “las agencias administrativas logran un nivel de desempeño más elevado cuando gozan de un apoyo público decidido para alcanzar objetivos políticos claramente

⁸ 15 USC, chapter 2B, sec 78d (disponible en <http://uscode.house.gov/download/pls/15C2B.txt>). El texto citado expresamente indica: “in making appointments members of different political parties shall be appointed alternately as nearly as may be practicable”.

⁹ Véase LOSS (n. 4), pp. 35-54.

¹⁰ Sobre esto véase Franck MODERNE, “Étude comparée”, in Claude Albert COLLIARD, Gérard TMSIT (dir.), *Les autorités administratives indépendantes*, Paris, PUF, 1988, pp. 186-222, especialmente pp. 195 y 218-220 ; en el mismo libro, M. DAVID, “L’expérience américaine des ‘independent regulatory commissions’ ”, pp. 222-235.

planteados y socialmente resolubles”¹¹. Buena parte del éxito de la agencia independiente depende de la legitimidad que el público le reconozca. Un ejemplo del logro de esa legitimidad –afirma el autor– es la evaluación positiva que obtiene la Securities and Exchange Commission, quien sitúa la clave de este éxito, no sólo en que a menudo las personas nombradas por el Presidente tienen una alta calificación profesional sino, fundamentalmente, en que se ha definido claramente la política que debe seguir la Comisión y que tal cometido ha contado con el apoyo de la industria y de los inversores, lo que ha evitado la controversia pública acerca de la “necesidad o prudencia de su misión”¹². Ciertamente el prestigio que goza la SEC en Estados Unidos ha sobrepasado largamente sus fronteras y ha sido en buena medida la causa de la recepción del modelo norteamericano en numerosos países.

8. Sin embargo, la efectividad de una agencia reguladora de los mercados de capitales ha sido en estos días objeto de severas críticas a raíz del *credit crunch*. La Security and Exchange Commission permitió –por acción u omisión– la colocación de “hipotecas basura” en el mercado de valores, sin prever que estos productos financieros constituían un problema que podía afectar no sólo a quienes estuvieran dispuestos a comprarlos –suponiendo que supieran exactamente el riesgo que tomaban– sino la estabilidad del mercado. La explicación más repetida hasta ahora es que los valores derivados de las hipotecas *subprime* contaban con una clasificación de riesgo que eliminaba cualquier sombra de duda acerca de la solidez de los mismos. Las empresas clasificadoras de riesgo apreciaron erróneamente el valor de los activos (*residential mortgage-backed securities*) que ofrecían las sociedades securitizadoras y de las mejoras crediticias utilizadas para (intentar) añadir garantías donde lo que realmente faltaba era el principal (pues muchos de los créditos originales los suscribían acreedores NINJA. No cabe duda que estos productos de *ingeniería financiera* resultan de gran complejidad –de allí que se les llame “estructurados”–, pero ello no fue obstáculo en su momento para que las agencias clasificadoras de riesgo los evaluaran con generosas calificaciones, transmitiendo a los inversores y al propio supervisor del mercado la errónea señal de tratarse de activos seguros, todo lo contrario de lo que hoy nos muestran los desafortunados sucesos de la crisis financiera. Y es que hasta ahora venía imponiéndose la idea de que una entidad privada con fines de lucro podría evaluar de modo independiente el riesgo de unos productos elaborados por quienes

¹¹ James Oliver FREEDMAN, *Crisis y legitimidad. El proceso administrativo y el gobierno de los Estados Unidos*, México, Fondo de Cultura Económica, 1988, p. 149, que traduce la edición original del año 1978.

¹² *Op. cit.*, pp. 129-131.

son clientes duraderos, con escasa consideración del riesgo que entraña la existencia de un flagrante conflicto de interés. Así lo ha entendido la propia Securities and Exchange Commission, que ha iniciado la investigación de tres clasificadoras de riesgo –Fitch Ratings Ltd., Moody’s Investor Services Inc.; y Standard & Poor’s Ratings Services– a fin de precisar eventuales responsabilidades, al mismo tiempo que ha modificado la regulación del sector, a fin de corregir las deficiencias antes comentadas que, sin embargo, dejan al descubierto los graves problemas que puede generar un inadecuado monitoreo del mercado de capitales¹³.

9. La crisis *subprime* ha puesto de relieve la necesidad de repensar cómo se debe regular la actividad de los mercados financieros y el papel que corresponde a las entidades supervisoras. Ante la debacle financiera actual, las más de las voces se alzan para pedir más regulación, después de años en que la tendencia hacia la desregulación del sector parecía establecer un nuevo paradigma¹⁴. Porque esta oscilación entre más y menos regulación se corresponde con bastante precisión al movimiento –también cíclico– de los mercados, de modo que las reglas aprobadas casi como un acto de contricción en los tiempos difíciles son derogadas en los días de bonanza¹⁵. Ahora corresponde esperar la concreción de los cambios anunciados en el sistema financiero a consecuencia del *credit crunch*, los que probablemente tenderán a destacar los valores éticos en la conducta de los intermediarios financieros y a incrementar el papel del regulador del mercado de valores.

10. El modelo de Securities Regulation descrito mínimamente en los párrafos anteriores ha tenido una gran influencia en el ámbito mundial¹⁶.

¹³ De ello nos informa la propia SEC, quien publica en su sitio web: SEC Examinations Find Shortcomings in Credit Rating Agencies Practices and Disclosure to Investors, disponible en <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-135.htm> (última visita noviembre de 2008).

¹⁴ La política de desregulación que ha seguido la SEC durante los últimos años ha sido criticada con crudeza por el Premio Nobel de Economía Paul Samuelson: “los candidatos de Bush para la Comisión de Control de Mercado de Valores [SEC], como el primer presidente que nombró, Harvey Pitt, fueron elegidos sólo porque liberalizarían el sistema, en lugar de mantener una sensata regulación centrista. Pitt fue escogido principalmente porque había sido abogado de las cuatro empresas contables principales, que a su vez estaban fabricando nuevas formas engañosas de medir la verdadera rentabilidad”, extracto del artículo “Adiós al capitalismo de Friedman y Hayek”, publicado en *El País*, Madrid, domingo 26 de octubre de 2008.

¹⁵ Esta afirmación tiene como última comprobación empírica –pues las ciencias sociales también tiene lo que en las ciencias naturales se llama “laboratorio de pruebas”– lo ocurrido en Estados Unidos como antesala de la crisis *subprime*.

¹⁶ La influencia del modelo de las Regulatory Commissions en el ámbito mundial lo pone de relieve Gaspar ARIÑO, *Economía y Estado*, Madrid, Marcial Pons, 1993, pp. 377-379 y también Ramón PARADA, *Derecho Administrativo*, 19ª ed., Madrid, Marcial Pons, 2007, tomo II, p. 264.

La mayoría de los países han instituido organismos con amplias facultades para regular, vigilar y sancionar el cumplimiento de la legislación sectorial y orientados al logro de mercados estables, transparentes y competitivos, con amplia protección de los intereses de los inversores. Países tan disímiles cultural y jurídicamente como Dinamarca, Japón, Sudáfrica o Colombia cuentan con una institucionalidad del mercado de capitales orientada al logro de los objetivos antes nombrados. Esta convergencia ha sido impulsada en gran medida por la creciente globalización económica y por el marcado carácter técnico de la materia regulada. La competencia entre los mercados por ofrecer condiciones de inversión estables y seguras, capaces de retener el ahorro interno y captar la inversión extranjera, ha sido determinante en este proceso de fortalecimiento de las instituciones reguladoras de los mercados financieros.

11. No obstante, la forma como se articulan estas agencias especiales no es homogénea. A este respecto incide poderosamente la tradición jurídica y la organización política de los Estados. La configuración, el número de miembros, el mecanismo de designación y el grado de independencia del gobierno varía significativamente entre los países –incluso, al interior de la Unión Europea–, sin que en este extremo exista un modelo común y resulte difícil elaborar criterios de clasificación¹⁷. Con todo, en el ámbito internacional existe consenso en que el regulador debe ser un organismo independiente. En este sentido, la OICV/IOSCO –que agrupa a más de ciento veinte entidades supervisoras del mercado de valores– ha elaborado un documento denominado “Objectives and Principles of Securities Regulation” en el cual se establece –entre otras principios– que el regulador del mercado de valores debe ser operacionalmente independiente, responsable en el ejercicio de las competencias y contar con poderes y recursos para cumplir las funciones asignadas. En los comentarios oficiales elaborados por IOSCO se explicitan los criterios que deben ponderarse a fin de lograr la independencia del regulador:

“The regulator should be operationally independent from external political or commercial interference in the exercise of its functions and powers and accountable in the use of its powers and resources.

Independence will be enhanced by a stable source of funding for the regulator.

In some jurisdictions, particular matters of regulatory policy require consultation with, or even approval by, a government, minister

¹⁷ El Proyecto de Reforma, (p. 15) concuerda con esta conclusión, que respalda con la información contenida en el anexo 7 “Comparación internacional de estructuras de gobierno de reguladores”.

or other authority. The circumstances in which such consultation or approval is required or permitted should be clear and the process sufficiently transparent or subject to review to safeguard its integrity. Generally, it is not appropriate for these circumstances to include decision making on day-to-day technical matters.

Accountability implies: a regulator that operates independently of sectorial interests; a system of public accountability of the regulator; a system permitting judicial review of decisions of the regulator.

Where accountability is through the government or some other external agency, the confidential and commercially sensitive nature of much of the information in the possession of the regulator must be respected. Safeguards must be in place to protect such information from inappropriate use or disclosure”¹⁸.

1.2. Las tendencias actuales de organización de las entidades supervisoras del mercado financiero

- 18 12. En nuestro país, el mercado de valores y el mercado de seguros están sujetos al control de la Superintendencia del mismo nombre, como consecuencia de la fusión de la Superintendencia de Compañías de Seguros y de la Inspección General de Sociedades Anónimas y Operaciones Bursátiles, en virtud del DFL N° 251, de 22 de mayo de 1931. Sin embargo, es de notar que la individualidad de las entidades fusionadas ha dejado huella en el organigrama actual de la SVS, que aparece dividida en una intendencia de valores y una intendencia de seguros, organización interna que no se ve alterada en el Proyecto de Reforma que comento¹⁹. La idea que subyace a la distribución de competencias entre las entidades supervisoras es el negocio principal de la entidad regulada. Si se trata de una empresa cuyo objeto social es la actividad aseguradora, la entidad deberá registrarse como tal en los registros del ente regulador y, en adelante, quedará sujeta a la supervisión de la misma. Este criterio de distribución de competencias hace primar la estructura jurídica –el giro principal– sobre las actividades que de modo complementario a la actividad cardinal –por

¹⁸ Comentario al principio A.2. Véase IOSCO, *Objectives and Principles of Securities Regulation*; IOSCO, *Report Up-dated with references to work done by IOSCO from September 1998 to February 2008*, disponible en <http://www.iosco.org/library/index.cfm?CurrentPage=2§ion=pubdocs&criteria=none&year=none&rows=10> (última visita noviembre de 2008). En el mismo sentido se orientan los principios del BIS. Véase BIS, *Core Principles for Effective Supervision*, disponible en <http://www.bis.org/publ/bcbs123.pdf> (última visita noviembre de 2008).

¹⁹ Proyecto de Reforma, p. 17.

sí o por sociedades filiales— pueda ofrecer al mercado-empresa²⁰. El *modelo institucional* ha sido el criterio tradicional para determinar la competencia entre organismos supervisores del mercado financiero. El caso chileno es un ejemplo de este modelo institucional: existen autoridades distintas para cada actividad económica relevante del sector: bancos, fondos de pensión, valores y seguros (aunque en estos dos últimos casos sólo en el ámbito mundial de intendencias y no de superintendencias). Sin embargo, el enfoque institucional ha sido en el último tiempo objeto de fuertes críticas ante la falta de ajuste del mismo a la evolución que el mercado financiero ha experimentado en los últimos tiempos.

13. En las últimas décadas se ha producido un notable cambio en el mercado financiero como consecuencia de la oferta de servicios cada vez más integrados. A la aparición de productos que hacen borrosa la distinción entre los conceptos de valor, deuda y crédito —como algunos tipos de opciones— se suma la creciente oferta de activos financieros por actores antes confinados en áreas específicas. Así, los bancos ofrecen —por sí o a través de sociedades filiales— la colocación en fondos de inversión que ellos mismos administran. Las compañías de seguro han incursionado en actividades tradicionalmente desarrolladas por los bancos como, por ejemplo, ofertando productos similares a depósitos. Los mercados de derivados —poco desarrollados en Chile— ofertan productos que presentan características semejantes a los seguros²¹. En suma, la división entre las actividades bancarias, bursátiles y aseguradoras adquiere límites imprecisos. La manifestación más evidente de esta nueva realidad es la formación de grandes conglomerados financieros que abarcan en conjunto las tres ramas de servicios financieros históricamente divididas de un punto de vista institucional: banca, bolsa y compañías de seguros.

14. La paulatina integración de los servicios bancarios, bursátiles y de seguros ha motivado cambios sustantivos en la forma como se realiza la regulación y supervisión del mercado financiero. La idea central es que tratar estos mercados como compartimentos estancos (modelo institucional) no es eficaz ni eficiente, pues crea problemas de coordinación, cooperación e inconsistencia regulatoria. En ocasiones, el régimen jurídico aplicable a productos financieramente similares difiere sólo en razón del sector al que pertenezca quien lo oferta (bancario, asegurador o bursátil), lo que puede

²⁰ Eddy WYMEERSCH, “The Structure of Financial Supervision in Europe About single, twin peaks and multiple financial supervisors”, 2006, p. 11-15, disponible en <http://ssrn.com/abstract=946695> (última visita noviembre de 2008).

²¹ Una descripción precisa del fenómeno en el Reino Unido, en Clive BRIAULT, “The Rationale for a Single National Financial Services Regulator”, in *Occasional Paper Series*, N° 2, London, Financial Services Authority, May, 1999, p. 13 (disponible en <http://www.fsa.gov.uk/pubs/occpapers/OP02.pdf>, última visita noviembre de 2008).

generar un “arbitraje regulatorio”²². La respuesta a este problema no es única. Nuevamente aquí se advierte una gran diversidad de soluciones. En el marco de los modelos de supervisión institucional, una primera reacción es la celebración de acuerdos de entendimiento entre los distintos supervisores destinados a homologar criterios y fijar pautas comunes de actuación, pero la evaluación de los mismos no resulta clara²³. Todavía dentro del modelo institucional, una segunda vía para enfrentar la integración de los servicios financieros es la disminución del número de entidades supervisoras. Así, por ejemplo, Luxemburgo y México tienen una autoridad supervisora común para banca y valores (respectivamente, la Commission de Surveillance du Secteur Financier y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores), cuya competencia no alcanza la industria aseguradora, dependiente –en el primer caso– del Commissariat aux Assurances y –en el segundo caso– de la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas. En cambio, en Sudáfrica todos los servicios financieros no bancarios (seguros, valores, pensiones, etc.) están bajo la supervisión de la Financial Services Board.

15. Una forma de afrontar la integración que han experimentado los servicios financieros es la división de competencias entre las autoridades reguladoras no en razón de la materia o de los sujetos, sino por la finalidad de la entidad supervisora²⁴. Esta aproximación “funcional” significa que existirán tantos supervisores como objetivos regulatorios. Dado que un número alto de supervisores genera graves problemas, usualmente los objetivos se circunscriben a dos: supervisión prudencial (*prudential supervision*) y supervisión de la conducta en el mercado (*the conduct of business rules supervision*)²⁵. En

²² WYMEERSCH (n. 20), p. 13.

²³ BRIAULT (n. 21), p. 10-11 evalúa positivamente el acuerdo alcanzado en 1997 entre el Tesoro, el Banco de Inglaterra y la Financial Services Authority para distribuir responsabilidades. WYMEERSCH (n. 20), p. 18 critica los acuerdos de entendimiento, pues no logran solucionar completamente los problemas de coordinación, de flujo de información ni prever mecanismos capaces de operar en situaciones de crisis. En Chile, un ejemplo de esta práctica son las denominadas “normas conjuntas” aprobadas al unísono por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, Valores y Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones. Véase *infra* la n. 46 y el texto que la acompaña.

²⁴ “This concept is being described as ‘functional’ in the sense that it applies to all kinds of businesses that exercise the same economic activity, irrespective of their legal status: ‘same business, same rules’ is the oversimplified shorthand for the functional approach. It is considered neutral vis-à-vis the regulatory or supervisory structure and ensures a level playing field across the different business sectors”, WYMEERSCH (n. 20), p. 15.

²⁵ El modelo funcional o “twin peaks model” fue propuesto por Michael TAYLOR, *Twin Peaks: A Regulatory Structure for the New Century*, London, Centre for the Study of Financial Innovation, 1995, *non vidi*. Un modelo regulatorio sobre la base de seis objetivos se propone por Charles GOODHART *et al.*, *Financial Regulation: Why, how and where now?*, London and New York, Routledge, 1998, citado por WYMEERSCH (n. 20), p. 15, n. 45 (*non vidi*).

el caso italiano²⁶, este modelo ha sido recogido para distribuir competencias entre la Banca d'Italia, encargada de la estabilidad financiera y la CONS-OB, a quien corresponde velar por la transparencia y la corrección de los comportamientos²⁷, quienes en todos caso deben actuar coordinadamente²⁸. La industria aseguradora queda –en principio– fuera de esta regulación y sujeta a un ente regulador distinto (el Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo, ISVAP)²⁹. La supervisión bajo criterios funcionales, sin embargo, puede agravar excesivamente la carga sobre las entidades reguladas, al duplicarse los controles especialmente en aquellas zonas limítrofes entre los objetivos que guían la actuación de una y otra autoridad regulatoria³⁰.

16. Frente a los problemas que genera el modelo funcional, otros países han ensayado una solución más radical: la creación de una entidad supervisora única de los mercados financieros. La existencia de un supervisor común permite hacer más eficiente la tarea de control en comparación a los resultados que produce una pluralidad de entidades reguladoras. Entre otras ventajas, permite aprovechar economías de escala, asignar correctamente los recursos, encontrar soluciones capaces de armonizar objetivos regulatorios diversos, individualizar correctamente las responsabilidades y aumentar la posibilidad de conseguir los objetivos regulatorios propues-

21

²⁶ En el mismo sentido, WYMEERSCH (n. 20), p. 43.

²⁷ “1. La vigilanza sulle attività disciplinate dalla presente parte ha per obiettivi: a) la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario; b) la tutela degli investitori; c) la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario; d) la competitività del sistema finanziario; e) l’osservanza delle disposizioni in materia finanziaria. 2. Per il perseguimento degli obiettivi di cui al comma 1, la Banca d’Italia è competente per quanto riguarda il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari. 3. Per il perseguimento degli obiettivi di cui al comma 1, la Consob è competente per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti. 4. La Banca d’Italia e la Consob esercitano i poteri di vigilanza nei confronti dei soggetti abilitati; ciascuna vigila sull’osservanza delle disposizioni legislative e regolamentari secondo le competenze definite dai commi 2 e 3. 5. La Banca d’Italia e la Consob operano in modo coordinato anche al fine di ridurre al minimo gli oneri gravanti sui soggetti abilitati e si danno reciproca comunicazione dei provvedimenti assunti e delle irregolarità rilevate nell’esercizio dell’attività di vigilanza”. Artículo 5 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria.

²⁸ Sobre esto véase Carla RABITTI BEDOGNI, “Articolo 5”, en VV.AA (a cura di Carla Rabitti), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè, 1998, pp. 60-74.

²⁹ “En principio”, puesto que la CONSOB tiene competencia para regular el régimen de los instrumentos financieros emitidos por las Compañías de seguro. Véase Sandro AMOROSINO, “Funzioni e poteri della CONSOB ‘nouvelle’”, in *Banca, Borsa e Titoli di credito* vol. 2, Milano, 2008, p. 145.

³⁰ WYMEERSCH (n. 20), p. 22; RABITTI BEDOGNI (n. 28), p. 66.

tos³¹. Ésta ha sido la opción escogida por países como Suecia, Dinamarca, Noruega, Reino Unido, Japón, Korea, Bélgica y Alemania. Así, por ejemplo, en Alemania fue creada una autoridad federal supervisora única del mercado financiero –la BaFin– en el año 2002, quien supervisa la actividad bancaria, de seguros y de valores y –al igual que la SVS– mantiene al interior la división por actividades, a cargo de autoridades distintas y especializadas, pero –a diferencia de la SVS– se han creado también nuevos departamentos a cargo de funciones “horizontales”, que abarcan las tres áreas antes nombradas, a fin de obtener las sinergias de un control conjunto de actividades cada vez más interdependientes³².

II. LA ESTRUCTURA ACTUAL DE LA SVS

17. La SVS es una institución autónoma, con personalidad jurídica y patrimonio propio, que se relaciona con el gobierno a través del Ministerio de Hacienda. Su carácter “autónomo” se manifiesta en que carece de un control administrativo externo de mérito u oportunidad en el ejercicio de las competencias que la ley le encomienda –a salvo las facultades de los tribunales de justicia–, pero queda notablemente mermada en la práctica debido a que el Superintendente es un funcionario de exclusiva confianza del Presidente de la República, que puede ser designado y removido sin expresión de causa. En suma, la SVS goza de autonomía, pero no de independencia.

18. El carácter unipersonal y dependiente de su máxima autoridad no ha impedido que la ley amplíe las funciones originalmente establecidas en la LOSVS. El cúmulo de competencias que le corresponde ha sido incrementado por numerosas leyes que –con mayor o menor generosidad– le entregan nuevas facultades normativas, fiscalizadoras y sancionatorias. Sólo a título de ejemplo, considérese que la SVS debe controlar entidades tan disímiles entre sí como las reaseguradoras nacionales o extranjeras, las administradoras de recursos financieros de terceros para la adquisición de bienes muebles, el Cuerpo de Bomberos y –si se aprueba el proyecto de ley en los términos propuestos– el cumplimiento de los mandatos de administración ciega de patrimonio de autoridades, así como la obligación enajenar ciertos activos que se impone a determinadas autoridades³³. Esta tendencia

³¹ BRIAULT (n. 21), pp. 18-26. Véase, también, WYMEERSCH (n. 20), pp. 23-38.

³² Véase BaFin, “The new Federal Financial Supervisory Authority”, pp. 5-6, disponible en http://www.bafin.de/index_e.htm (última visita noviembre de 2008).

³³ El listado de entes actualmente bajo la supervisión de la SVS alcanza a cuarenta clases de entidades. Véase la información colgada en la web de la SVS http://www.svs.cl/sitio/acerca/quees_entidades.php (última visita noviembre de 2008).

a ampliar las facultades del órgano supervisor del mercado de valores y seguros puede verse como una consecuencia natural del crecimiento que ha experimentado el mercado nacional en las últimas décadas. La incorporación de nuevos actores, la masificación de la demanda de productos financieros –por otra parte, cada vez más complejos– y la modernización de los sistemas de negociación y posnegociación están en el centro del desarrollo de la economía nacional y exigen una importante labor de control. Sin embargo, parece difícil que una tarea tan amplia puede desempeñarse adecuadamente por una autoridad unipersonal.

19. El cúmulo de competencias entregados a la SVS significa concentrar una alta dosis de poder en una sola persona, lo que aumenta los riesgos de una mala gestión. Los riesgos pueden agruparse del modo siguiente:

- i) Riesgo de interferencia política: en la medida que el regulador dependa de la autoridad estatal estará sujeto a presiones políticas, cuya motivación puede abarcar el amplio espectro que va desde evitar decisiones impopulares hasta favorecer a simpatizantes de los partidos gobernantes³⁴. Resistirse a tales presiones en el caso de una autoridad unipersonal puede llegar a ser una labor que demande tanto esfuerzo como el requerido para abordar los propios problemas del mercado.
- ii) Riesgo de captura del regulador: el regulador puede tener simpatías excesivas por los intereses de las propias entidades reguladas, llegando éstas a influir de modo determinante en la toma de decisión por parte del regulador (captura del regulador). Este favoritismo puede producirse no sólo por el soborno –caso en el que la conducta adquiere connotaciones criminales– sino por una desmedida cercanía del regulador con los intereses de los regulados, al punto de identificar el interés de la industria con el de la comunidad en general.
- iii) Riesgo de estabilidad: un órgano regulador unipersonal, además, puede tener dificultades para generar criterios regulatorios estables. Desde luego, ellos pueden variar si la persona designada tiene ideas diversas al predecesor, de modo que el sólo rumor de una remoción producirá incertidumbre entre los sujetos regulados.

23

³⁴ Un caso evidente que muestra cómo puede politizarse una decisión del regulador lo muestran las declaraciones que generó la sanción del Sr. Sebastián Piñera por uso de información privilegiada en la venta de acciones de LAN. Como se recordará, políticos de la oposición calificaron la actuación como una persecución política cuyo fin era desviar la atención de las denuncias de corrupción que por aquellos días salían a la luz. Por su parte, políticos afines al gobierno defendieron la decisión de la SVS, abogando por dejar que las instituciones realicen la labor que les compete. Sobre ese debate, véase http://camara.cl/diario_2/nota.asp?vid=23468&v=0 (última visita noviembre de 2008).

- iv) Riesgo de incumplimiento de la ley: en el caso que la autoridad unipersonal tenga asignadas competencias para investigar y sancionar la comisión de infracciones a las normas del mercado pueden resultar vulneradas las garantías del debido proceso, lo que o, bien, puede generar abusos por parte del regulador o bien puede *de facto* limitar el ejercicio de las referidas competencias debido al control tuitivo que otras instituciones –como por ejemplo, la Corte Suprema, el TC o la Contraloría General de la República– realizan sobre los órganos del Estado. Esto último es especialmente grave, ya que significa que –por una falla institucional– quedarán impunes conductas ilícitas, lo que afecta negativamente la percepción de los sujetos regulados acerca del propio órgano regulador e, incluso, del cumplimiento de la ley³⁵.
- v) Riesgo de discrecionalidad: el ejercicio del poder por una autoridad unipersonal sin que exista un control previo puede generar abusos. En el caso del mercado de capitales, el regulador debe contar con amplias facultades de supervisión, cuyo ejercicio oportuno impide un control *ex ante*, de modo que la limitación de discrecionalidad debe ceñirse por otros mecanismos. Entre otros –señaladamente–, que se trate de un órgano colegiado que responde públicamente del ejercicio de las competencias asignadas (lo que en algunos sistemas entraña un control parlamentario)³⁶.

20. La falta de independencia de la SVS probablemente ha influido en el marcado carácter legal de la regulación de los mercados de valores y seguros³⁷. Sin embargo, esta característica contrasta con la tendencia que muestra el Derecho Comparado a promover una legislación sectorial “encascada”³⁸. Esto es, reservar a la ley la fijación del marco regulatorio que define las notas relevantes de cada institución, las que luego son desarrolladas sucesivamente por normas elaboradas por la entidad reguladora y que, a su vez, darán lugar a la elaboración de otras normas internas de los mercados o, en ocasiones, incluso, de las entidades reguladas³⁹. Aun cuando

³⁵ Lo destaca especialmente las pp. 23-24 del Proyecto de Reforma.

³⁶ Véase *infra* n. 44.

³⁷ Así lo considera la propia SVS, según se indica en pp. 14, 15 y 22.

³⁸ Véase Aníbal SÁNCHEZ ANDRÉS, “La nueva legislación del mercado de valores (fundamentos económicos y jurídicos para la regulación de la materia)”, en Juan Carlos SAENZ GARCÍA, Fernando OLEO BANET, Aurora MARTÍNEZ FLÓREZ (ed.), *Estudios jurídicos sobre el Mercado de Valores*, Navarra, Thomson-Civitas, 2008, pp. 372-373 [originalmente en Fernando, SÁNCHEZ CALERO (coord.), *Perspectivas actuales del derecho mercantil*, Pamplona, Aranzadi, 1995, pp. 91-119]; idem, “Derecho del Mercado de Capitales”, pp. 450-455; AMOROSINO (n. 29), p. 138.

³⁹ Un ejemplo real que puede ilustrar la idea de una regulación con sucesivos niveles de desarrollo es el europeo, pero antes conviene advertir que –a pesar de las numerosas normas

la SVS realiza una importante labor normativa a través de la elaboración de normas generales y circulares, la ley –por ejemplo, del mercado de valores– regula materias cuya contingencia o detalle la privan de la necesaria capacidad de reacción y adaptación frente a las nuevas conductas de los agentes del mercado.

III. LA REFORMA PROPUESTA PARA IMPULSAR EL CRECIMIENTO, LA TRANSPARENCIA Y EL MEJOR GOBIERNO DEL MERCADO DE CAPITALES

3.1. *La idea de una reforma menor con impacto mayor*⁴⁰

21. El Proyecto de Reforma del gobierno corporativo de la SVS propone dos iniciativas bien acotadas. La primera, apunta a transformar la estructura unipersonal de gobierno corporativo de la SVS en un órgano colegiado denominado Comisión del Mercado de Valores y Seguros. La segunda, modifica el proceso sancionador a través del cual la SVS ejerce las competencias sancionatorias que la ley le reconoce. La reforma propuesta se plantea como una cirugía menor: afecta exclusivamente a la LOSVS y, dentro de ésta, a materias puramente estructurales y no funcionales. Esto es, se pretende potenciar el papel del regulador de los mercados de valores y seguros en línea con las actuales necesidades de los respectivos mercados, sin alterar las competencias de tipo normativo y de supervisión que corresponden a la SVS. El reforzamiento de la autoridad surge no por la atribución de más y nuevas facultades, sino por el ejercicio de las mismas de forma independiente, en el

25

citadas– no existe dificultad para conocer claramente el contenido de las mismas, que se desgana desde lo general a lo particular. Recientemente se ha reforzado la obligación de las empresas de servicios de inversión de segregar los fondos propios de aquéllos que los clientes les han entregado en custodia. Tal obligación ha sido prescrita en el ámbito europeo por la directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril, sobre MiFID y desarrollada –también en el ámbito europeo– entre otras por la directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006. En el caso español, las directivas han sido traspuestas al ordenamiento interno por la ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley del Mercado de Valores. La referida ley ha sido desarrollada reglamentariamente por el Ministerio de Economía y Hacienda a través del real decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de inversión y demás entidades que prestan servicios de inversión. La CNMV aprobó una comunicación sobre adaptación de los contratos-tipo a lo previsto en el real decreto 217/2008, fechada en septiembre de 2008, que mantiene en vigor –con algún añadido– la circular 2/2002 CNMV sobre Contratos-Tipo. Finalmente, las empresas de servicios de inversión han debido incorporar las nuevas reglas en los propios formularios de contratos-tipo y elaborar –de conformidad a las normas antes referidas– unas “políticas de salvaguardia de activos” de los clientes, cuya publicación en los respectivos sitios web es preceptiva.

⁴⁰ Así sintetiza la SVS el Proyecto de Reforma, p. 8.

seno de un órgano colegiado que –por el prestigio de sus miembros– dará a los mercados garantía de buen desempeño.

22. La idea minimalista de la reforma no impide que los objetivos perseguidos sean ambiciosos. Según indica textualmente el proyecto de reforma, la nueva estructura de gobierno corporativo permitirá⁴¹:

“i) Hacer más eficiente el proceso regulatorio para facilitar el dinamismo del desarrollo del mercado y su contribución al crecimiento del país;

ii) Favorecer el resguardo de la calidad y oportunidad del cumplimiento de la ley y la norma, de manera de resguardar mejor la fe pública en un mercado en creciente masificación y complejidad;

iii) Ganar en transparencia, rendición de cuentas y calidad de servicio a la ciudadanía, e

iv) Incrementar la eficiencia en la gestión, dándole mayor persistencia y predictibilidad a las decisiones institucionales”.

3.2. La sustitución de la SVS por la CVS

26

23. El proyecto de reforma plantea modificar la estructura de gobierno unipersonal de la SVS. Para ello trasvasa las funciones que corresponde a la SVS a dos órganos colegiados independientes, a saber: el consejo directivo de la CVS y la Audiencia de Valores y Seguros. Conforme a lo anterior, el órgano regulador hasta ahora denominado Superintendencia de Valores y Seguros pasa a llamarse Comisión de Valores y Seguros. En los párrafos siguientes y en el orden indicado, se describirá el alcance de estas iniciativas.

A) La CVS

24. La autoridad supervisora de los mercados de valores y seguros pasa a denominarse Comisión de Valores y Seguros, nombre que pone de relieve el carácter colegiado de los órganos que la componen. La pluralidad pretende conjurar los riegos de captura y discrecionalidad que en mayor medida pueden pesar sobre una autoridad unipersonal. La CVS –al igual que la actual Superintendencia– formará parte de la administración pública y se relacionará con el gobierno a través del Ministerio de Hacienda. Asimismo, estará sujeta a la fiscalización presupuestaria de la Contraloría General de la República y carecerá de iniciativa para presentar proyectos de ley. Sin embargo, la propuesta sostiene que ninguna de estas limitaciones afecta la independencia de la Comisión en el ejercicio de las funciones que la ley le encomienda, toda vez que –no obstante formar parte de la

⁴¹ Proyecto de Reforma, p. 16.

administración pública– las decisiones que acuerde el Consejo Directivo no están sujetas al control jerárquico ni del Ministro ni del Presidente de la República. No se trata de un órgano cuya independencia venga garantizada constitucionalmente, como el Banco Central, ni rinde cuenta ante el Poder Legislativo.

25. La mayor autonomía de la Comisión –que como veremos seguidamente nace de la independencia de que gozan los consejeros y miembros de la Audiencia en el ejercicio del cargo– tendrá como contrapartida la elaboración anual de un informe en el que dará cuenta pública de la actividad realizada y del estado general de los mercados de valores y seguros.

B) El Consejo Directivo de la CVS

26. La dirección de la CVS se encarga al Consejo Directivo, que será un órgano colegiado compuesto por cuatro consejeros, de entre los cuales se elegirá un presidente ejecutivo. El Consejo Directivo sucederá a la SVS en las funciones normativa y supervisora de los mercados de valores y seguros. Las facultades sancionatorias que competen a la SVS se trasladarán parcialmente al Consejo Directivo, a quien corresponderá solamente la investigación de posibles infracciones a la regulación del mercado y la formulación de cargos, dejando en la Audiencia –según se explicara más adelante– conocer y fallar las denuncias que formule el Consejo Directivo.

27. El presidente ejecutivo será designado por el Presidente de la República entre los consejeros y durará tres años en el cargo, pudiendo reelegirse por una vez. El presidente ejecutivo –quien en la nomenclatura administrativa ocupa una posición equivalente a un jefe de servicio– asumirá parcialmente las funciones administrativas que hoy corresponden al Superintendente de Valores y Seguros como, por ejemplo, presidir y convocar las sesiones del Consejo Directivo; ejecutar las normas y acuerdos aprobados por el Consejo Directivo; conducir las relaciones con el gobierno y con organizaciones nacionales o internacionales, así como con otras entidades reguladoras extranjeras; y representar judicial y extrajudicial a la CVS.

28. El Proyecto opta por fijar en cuatro el número de consejeros. Para esta decisión se ha tenido en consideración, por una parte, el tamaño reducido del mercado nacional y, por otra, el voto dirimente del presidente en caso de empate. La propuesta sostiene que esta cifra contribuirá al funcionamiento eficiente del Consejo Directivo, así como en la estabilidad de las políticas regulatorias. Por otra parte, se prevé que los consejeros –además de la integración del Consejo Directivo– puedan asumir “funciones ejecutivas” que el organismo rector les encomiende o delegue de acuerdo con las necesidades que se vayan presentando. Finalmente, el Consejo Directivo podrá crear comités consultivos con la participación de expertos, a fin de abordar el estudio de temas regulatorios específicos.

29. Los miembros del Consejo serán designados por el Presidente de la República de una terna propuesta por el Consejo de Alta Dirección Pública, el cual deberá establecer para tales efectos un procedimiento especial que incluya la participación de una o más empresas de *head hunting* de reconocido prestigio. La selección de los candidatos deberá considerar estrictos y elevados requisitos de idoneidad profesional y experiencia.

30. Los consejeros durarán seis años “fijos” en el cargo y serán reemplazados periódicamente y por parcialidades. El cargo será de dedicación exclusiva, a salvo del ejercicio de actividades académicas.

31. Los miembros del Consejo estarán sujetos a inhabilidades para acceder y permanecer en el cargo. La comprobación fehaciente del incumplimiento de alguna inhabilidad objetiva dará lugar a la remoción del consejero por medio de un decreto fundado del Presidente de la República. Asimismo, estarán sujetos a normas sobre incompatibilidades y conflictos de interés similares a las vigentes para los consejeros del Banco Central de Chile.

B) La Audiencia de Valores y Seguros

32. La Audiencia de Valores y Seguros será un órgano colegiado independiente del Consejo Directivo encargado de conocer y fallar las denuncias que éste le formule y las apelaciones de los recursos de reposición administrativos resueltos por la CVS.

33. La Audiencia estará compuesta por tres miembros, de entre los cuales el Presidente de la República nombrará a un presidente. Los miembros de la Audiencia se regirán respecto a la selección, designación, duración del cargo, dedicación exclusiva, inhabilidades, incompatibilidades, conflictos de interés y remoción por las mismas normas que los consejeros.

34. El recurso de apelación de las sentencias que dicte la Audiencia será conocido por una corte de apelaciones.

IV. COMENTARIOS Y PROPUESTAS SOBRE EL PROYECTO DE REFORMA DE LA SVS⁴²

4.1. Comentario general

A) Acerca del fondo y de la forma del Proyecto de Reforma

35. La iniciativa de modernizar y fortalecer la institucionalidad de la SVS es digna de elogio y además necesaria. En mi opinión, el documento describe correctamente los problemas que presenta la actual estructura de

⁴² Este apartado toma como punto de partida el documento que hice llegar en octubre de 2008 a la SVS en respuesta a la invitación pública que realizara para formular comentarios acerca de las propuestas contenidas en el Proyecto de Reforma objeto del presente trabajo.

gobierno unipersonal de la SVS, inadecuada para desarrollar las funciones regulatorias, fiscalizadoras y sancionatorias que demandan unos mercados en continuo cambio y sujetos a crecientes desafíos de eficiencia económica y seguridad jurídica. La reforma propuesta pretende reforzar el papel de la SVS, por una parte, dotándola de una institucionalidad que le permita ejercer plenamente las facultades que actualmente le entrega la ley –entre ellas, destacadamente, las sancionatorias, para lo cual se crea la Audiencia de Valores y Seguros– y, por otra, generando las condiciones para fomentar la regulación de “nivel normativo” y potenciar la fiscalización a través de la creación de un consejo directivo. La estructura propuesta para la CVS se orienta en la dirección que aconseja la doctrina mayoritaria y se ajusta a la práctica de las plazas financieras de mayor relevancia, lo que es una importante contribución al desarrollo del mercado de capitales nacional.

36. La invitación a un debate público de las ideas matrices que informan el Proyecto de Reforma es también encomiable. Se trata de una sana práctica democrática que contribuye a acrecentar la participación ciudadana en la toma de decisiones, en este caso, en el diseño de una institución que, si bien presenta un acentuado perfil técnico, es una pieza esencial del sistema económico nacional y, por ende, de público interés. En particular, el debate abierto –que debiera motivar la participación, entre otros, de las instituciones y operadores del mercado de valores y seguros, de las entidades directa o indirectamente ligadas a los referidos mercados y de los centros de estudios relacionados a estas disciplinas– contribuye en sí mismo a la transparencia y solidez de la regulación del mercado de valores y seguros y, en consecuencia, beneficia al propio mercado nacional. Por lo anterior, considero que es recomendable que el procedimiento de consulta pública abarque las demás materias objeto del paquete de reformas al mercado de capitales –“MK3”–, del cual es parte integrante la reforma del gobierno corporativo de la SVS, según informa el propio Proyecto de Reforma.

B) La independencia de la CVS

37. Uno de los objetivos fundamental del Proyecto de Reforma es asegurar la independencia del nuevo órgano de gobierno de la SVS. Como ya se ha indicado, por una parte, éste es un elemento central del modelo de Securities Regulation y, por otra, los mecanismos que se observan en el Derecho Comparado para obtener la referida autonomía son variados. El Proyecto de Reforma centra el logro de un mayor grado de independencia de los miembros de la CVS en cuatro factores:

- i) el proceso de designación;
- ii) los elevados requisitos de idoneidad profesional y experiencia;
- iii) la existencia de inhabilidades e incompatibilidades y

- iv) la duración en el cargo por un período fijo de tiempo que se renueva por parcialidades periódicas y cuya remoción sólo es posible por causa legal.

38. La independencia de una entidad pública que forma parte de la administración del Estado es una materia que presenta delicados problemas desde el punto de vista constitucional y de la organización del Estado. Esto excede del ámbito de estudio del presente comentario, aunque –sin duda en su día– será objeto de un oportuno análisis por parte de la doctrina especializada. Por ahora interesa hacer alguna observación acerca de otros aspectos relacionados a la independencia de la futura Comisión. En primer lugar, en el caso que se opte por el uso de una empresa de *head hunting* para llevar adelante la búsqueda de candidatos, se deberán considerar mecanismos de transparencia también en la elección de la entidad privada que realice la selección, a fin de que la labor realizada por la misma sea objeto de una evaluación pública. En segundo lugar, conviene reflexionar hasta qué punto la completa ausencia de participación del Poder Legislativo pueda restar legitimidad e independencia a los miembros designados. Desde luego, ésta no es la única forma de lograr estos deseados atributos, pero por la importancia del asunto tampoco corresponde rechazar la participación parlamentaria en la designación, siguiendo alguna fórmula ya antes probada en nuestro ordenamiento en casos similares o creando alguna otra⁴³. Finalmente, el Proyecto no aborda la autonomía presupuestaria de la citada Comisión, cuestión que también podría incidir en el grado de independencia que en la realidad pueda alcanzar la futura autoridad colegiada.

C) El fortalecimiento de la labor reguladora de la futura CVS

39. El Proyecto de Reforma tiene especial cuidado en resaltar que la creación de la Comisión no significa otorga nuevas atribuciones al órgano supervisor. En mi opinión, ni ello es *per se* un mérito ni es tampoco exactamente lo que en el futuro debería ocurrir. A la postre –y ésta es la idea medular–, la mayor o menor amplitud de los poderes que se entreguen a la Comisión deben estar determinados por el papel que se le asigne dentro de la actividad de los mercados. Si como enfatiza el Proyecto, la nueva institucionalidad permitirá traspasar regulación desde el nivel legislativo al normativo –como ocurre en la totalidad de los mercados desarrollados– no se ve inconveniente de allanar ese camino. Creo que es acertado fomentar

⁴³ A favor de una participación no vinculante de una comisión parlamentaria ad hoc en el proceso de designación de los miembros de la entidad reguladora, véase Alberto ALONSO UREBA *et al.*, “Instituciones y mercado: las Administraciones Supervisoras Independientes (Una reflexión de *lege ferenda*)”, en *Revista del Mercado de Valores*, vol. 2, ciudad, 2008, p. 12.

el papel normativo de la Comisión. De hecho, las actuales facultades de la SVS –concretamente el artículo 4.1. LOSVS– permiten tal ejercicio si el legislador deja espacio para ello; esto es, si la ley mantiene el carácter general que a ella corresponde. Si, por el contrario, el legislador persiste en regular aspectos de detalle, desconfiando del buen proceder de la Comisión, vano habrá sido el intento de promover una institucionalidad moderna, capaz de realizar una labor normativa que responda con la suficiente flexibilidad y oportunidad a los constantes cambios que experimenta el mercado de valores y seguros.

40. El riesgo que la Comisión, en el ejercicio independiente de las facultades normativas, pueda cometer despropósitos es notablemente menor a los daños que produce una legislación del mercado de capitales que sufre hipertrofia. El peligro de una falta de concordancia entre las normas legales y las que deriven de la normativa aprobada por la Comisión puede ser minimizado si se establecen claramente líneas y criterios de actuación de carácter general, cuestión que concretamente propongo se haga, según explicaré más adelante.

D) La tendencia a la integración de las entidades reguladoras del mercado financiero: una discusión pendiente

41. Queda, sin embargo, pendiente abordar un asunto de notable trascendencia para el mercado financiero. Como ya quedó apuntado, hoy se observa una tendencia creciente a disminuir el número de entidades supervisoras del sector, cuando no a integrarlas en una sola. La distribución de competencias entre los distintos entes reguladores del mercado financiero en Chile sigue el modelo institucional, atendiendo al giro legal de las entidades supervisadas (bancos, instituciones financieras, administradoras de fondos de pensiones, intermediarios de valores). Entiendo que ello es así, a pesar de que exista una autoridad común para el mercado de valores y seguros, pues lo cierto es que ambos sectores de la SVS funcionan como compartimentos separados. Antes se han bosquejado las críticas al modelo institucional, en razón de las cuales otros países han realizado profundas reformas modernizadoras de los aparatos supervisores de los mercados financieros⁴⁴.

42. El Proyecto de Reforma trata escuetamente el asunto al indicar cuáles pueden ser las funciones ejecutivas que es posible encomendar a los consejeros, señalando que éstas “debieran buscar homologar procesos y criterios entre las áreas de valores y seguros”⁴⁵. Esto da una pista que el problema existe. Sin embargo, la necesidad de aunar criterios no sólo abarca

⁴⁴ Véase *supra* n. 22 y el texto que la acompaña.

⁴⁵ Proyecto de Reforma, p. 18.

el área de seguros y valores sino a la interrelación de estos mercados con la actividad de los bancos y de las administradoras de fondos de pensiones. En el modelo institucional esta coordinación no está prevista –pues se consideran actividades perfectamente diferenciadas unas de otras–, de modo que es necesario implementar medidas correctivas que permitan salvar la incongruencia con el desarrollo actual de los mercados. Así, por ejemplo, un mecanismo para coordinar a los diferentes supervisores del sector es la aprobación de “normas conjuntas” por parte de la SIBF, SVS y SAFP⁴⁶. En la misma línea de “acercamiento” entre los reguladores del mercado financiero, se orienta la facultad otorgada a “los superintendentes” (*sic*) de Bancos, Valores y Seguros y AFP para compartir información –excepto aquélla sujeta a secreto bancario–, con el objetivo de velar por el cumplimiento de los respectivos deberes defiscalización⁴⁷.

43. Todo lo anterior muestra que la existencia de múltiples entidades supervisoras –cuyas competencias se distribuyen de acuerdo con un modelo institucional– presente problemas y es razonable pensar que las dificultades aumentarán en el futuro debido a la creciente interrelación que muestra la actividad de los mercados financieros. Cual sea el modelo –institucional “corregido”, funcional o integrado– que resulta adecuado a la realidad del mercado financiero nacional es una cuestión que merece ser objeto de reflexión y diálogo entre todos los actores involucrados, cuya conducción corresponde encauzar al gobierno, en especial –pero no solamente–, si la autoridad acaricia la idea de transformar “Santiago en un centro financiero internacional”⁴⁸. En lo inmediato, sin embargo, el Proyecto de Reforma debería incorporar medidas concretas que permitan obtener los beneficios

⁴⁶ Un ejemplo reciente es la norma conjunta sobre cotizaciones voluntarias, depósitos convenidos y depósito previsional voluntario, cuya aprobación coordinada es impuesta a la SIBF, SVS y SAFP en el artículo 20 y 20 O del decreto ley N° 3.500. Pero conviene resaltar que esta “norma conjunta” se articula por medio de tres actos administrativos –la circular 1533 de la SAFP, la circular 3445 SBIF y la norma de carácter general 226 SVS–, aunque manifestados en un único documento, lo que pone de relieve los problemas que genera que el diseño institucional de la supervisión no se corresponda con el desarrollo de los mercados objeto de regulación.

⁴⁷ Artículo 3° de la ley N° 20.190, publicada en el *Diario Oficial* de 5 de junio de 2007, que modifica la Ley General de Bancos. La técnica legislativa es –a lo menos– insatisfactoria. En primer lugar, la facultad se entrega a “los superintendentes” y no a la Superintendencia respectiva. En segundo lugar, la disposición se incorporó únicamente en la Ley General de Bancos, no obstante otorga facultades al Superintendente de Valores y Seguros y de Administradoras de Fondos de Pensiones. Por ello el texto actualizado de la LOSVS que aparece colgado en el sitio web de la misma, a fin de dar una información completa acerca de las facultades que tiene la SVS, ha incluido esta norma bajo la curiosa y ambigua frase: “Disposiciones [aunque es sólo una!] de la ley N° 20.190, relacionadas con la Superintendencia”.

⁴⁸ Proyecto de Reforma, pp. 4 y 11.

teóricos de una supervisión conjunta del mercado de valores y seguros como, por ejemplo, la posibilidad de detectar y, en su caso, mitigar los riesgos que la actividad de un mercado puede generar en el otro u homologar criterios normativos y de actuación. Esto resultará posible sólo si se crean las instancias de coordinación *ad intra* de la SVS, cuestión que es conveniente prever en la propia ley de reforma, dejando la ejecución –que no la decisión de acometer esa tarea– a la futura Comisión.

4.2. *Propuestas complementarias al Proyecto de Reforma*

44. Un ente regulador capaz de enfrentar los desafíos que hoy presenta la normativa de los mercados de valores y seguros exige –y en este sentido se orienta el Proyecto de Reforma– que el nuevo diseño institucional otorgue garantías en el proceso sancionador y asegure la independencia en el ejercicio de las potestades normativas y ejecutivas tanto respecto del gobierno (de turno) como de los miembros del mercado. Con todo, estimo que es posible contribuir a mejorar la nueva ordenación de la SVS con las ideas que a continuación expongo.

4.2.1. La necesidad de establecer la protección de los inversionistas y la transparencia y el correcto funcionamiento de los mercados como las directrices que orienten la actividad de la comisión de valores y seguros

45. La primera sugerencia es incorporar una alusión expresa a las directrices que deben presidir la actividad de la futura CVS. A mi juicio, éstas son: velar por la protección de los inversionistas y por la transparencia y el correcto funcionamiento de los mercados de valores y seguros.

46. La transparencia de los mercados es la forma por antonomasia de obtener la confianza del inversor en los mercados y, por tanto, de atraer el ahorro público. Como señala Louis Brandeis –en un texto hoy famoso–: “Publicity is justly commended as a remedy for social and industrial diseases. Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman”⁴⁹. Esa confianza bien ganada del inversor debe ser en todo caso tutelada ante los abusos que pueden generar las fallas que presenta el mercado de valores y seguros (asimetría de información, conflicto de intereses, externalidades, monopolios, etc.)⁵⁰. Sin embargo, nada

⁴⁹ Louis BRANDEIS, *Other people's money and how Bankers use it*, New York, Harper Torchbooks, 1914, p. 62.

⁵⁰ La protección de los inversores ha sido uno de los pilares de la directiva 2004/39/CE, sobre Mercados de Instrumentos Financieros, que entre otras novedades establece la clasificación de los inversores entre particulares, profesionales y contrapartes elegibles,

de ello significa la sustitución de los mercados, sino que, por el contrario, tiene por finalidad contribuir al correcto funcionamiento y a la estabilidad de los mismos, cuyo diseño y operación corresponde a quienes participan en ellos, bajo la mirada atenta de la autoridad⁵¹.

47. La reforma propone el fortalecimiento del papel de la SVS, su independencia de la administración del Estado y el carácter técnico de la nueva autoridad pluripersonal. En este nuevo escenario es aconsejable establecer con meridiana claridad cuáles son las políticas públicas que deben orientar la tarea del nuevo órgano colegiado. Esta decisión no debe quedar entregada a la propia Comisión, pues se trata de una decisión genuinamente política que exige una manifestación de voluntad de rango legal, capaz de dar una señal patente al mercado de aquello que se espera alcanzar con la nueva organización de la autoridad reguladora. La fijación de pautas generales de actuación no contraviene la independencia de la Comisión, sino que es la forma correcta de engranar las decisiones políticas que corresponde irrenunciablemente al gobierno. Lo medular, en suma, es que la injerencia del poder político debe ser siempre a través de normas generales (leyes o reglamentos). Una vez fijados claramente los objetivos, corresponde a la Comisión de manera independiente determinar la forma como alcanzará la consecución de los mismos⁵².

48. Conviene destacar que la referencia aislada a la “transparencia y el correcto funcionamiento de los mercados” y “la protección de los inversionistas” como bienes jurídicos protegidos está ya presente en la legislación vigente (entre otras normas, pueden citarse los artículos 4bis letra a), 14, 44 b) y 44 bis de la Ley del Mercado de Valores y los artículos 4 letras e), g) y u) y 23 de la LOSVS). En consecuencia, la idea que propongo no introduce novedades en el ordenamiento jurídico vigente sino que sistematiza y refuerza principios vigentes al explicitar una voluntad política en el sentido de que la protección del inversor y la promoción de un mercado estable, honesto y eficiente sean los objetivos que inspiren el quehacer de la Comisión. Finalidades éstas que no se alejan de lo que hoy la propia SVS declara al definir la “misión” institucional que le corresponde:

ajustando a cada uno de estos perfiles las normas de conducta que deben seguir las empresas de servicios de inversión.

⁵¹ Para IOSCO la regulación del mercado de valores tienen tres objetivos básicos: i) la protección del inversor; ii) asegurar un mercado honesto, eficiente y transparente; y iii) la reducción del riesgo sistémico. Véase IOSCO (n. 18), pp. 5-7. En la doctrina italiana, véase S. FABRIZIO, “Articolo 91”, en VV.AA (a cura di Carla Rabitti), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè, 1998, pp. 537-542; AMOROSINO (n. 29), pp. 141-142.

⁵² En el mismo sentido, BRIAULT (n. 21), p. 9; ARIÑO (n. 16), pp. 386-387.

“Contribuir al desarrollo económico del país mediante el logro de mercados de valores y seguros *confiables y eficientes*, a través de una supervisión eficaz y una regulación moderna *que permita tanto resguardar los derechos de los inversionistas y asegurados*, como facilitar el rol de los demás agentes de estos mercados. Nuestro accionar estará basado en el principio de la buena fe y la probidad en la función pública” (cursiva agregada)⁵³.

No será necesario ahondar en las muy diversas consecuencias jurídicas que surgen entre fijar por ley los objetivos de una institución pública y la identificación que una entidad –usualmente luego de una jornada de reflexión colectiva que forma parte de las actividades destinadas a la motivación del personal– realiza voluntariamente de la “misión” institucional.

49. La elevación de estas normas a nivel de directrices de la actividad institucional es, por lo demás, la tendencia que muestra el Derecho Comparado y, por tanto, constituye un valioso aporte para la integración financiera de nuestro país en el ámbito internacional. En este sentido, cabe destacar que todos los países que el Proyecto de Reforma considera que “sirven de referencia” al nuestro han incorporado normas similares a la que vengo proponiendo, según a continuación se indica⁵⁴:

– En Estados Unidos esta idea se plasmó –hace más de setenta años– en la sección 2 (b) de la Securities Act 1933:

“(b) Consideration of promotion of efficiency, competition, and capital formation. Whenever pursuant to this subchapter the Commission is engaged in rulemaking and is required to consider or determine whether an action is necessary or appropriate in the public interest, the Commission shall also consider, in addition to the protection of investors, whether the action will promote efficiency, competition, and capital formation”.

– En Francia aparece recogida expresamente en el art. L-621-1 del *Código Monetario y Financiero* (Loi N° 2003-706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière):

“L’Autorité des marchés financiers, autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale, veille à la protection de l’épargne investie dans les instruments financiers et tous autres placements

⁵³ La misión de la SVS se puede consultar en <http://www.svs.cl/sitio/acerca/mision.php> (última visita noviembre de 2008).

⁵⁴ Proyecto de Reforma, p. 10.

donnant lieu à appel public à l'épargne, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers. Elle apporte son concours à la régulation de ces marchés aux échelons européen et international”.

– En el Reino Unido, los objetivos aparecen expresamente regulados en los artículos 3 a 6 de la Financial Services and Markets Acts 2000. El artículo 2 prescribe:

“The Authority’s[Financial Services Authority]general duties

(1) In discharging its general functions the Authority must, so far as is reasonably possible, act in a way– (a) which is compatible with the regulatory objectives; and (b) which the Authority considers most appropriate for the purpose of meeting those objectives.

(2) The regulatory objectives are– (a) market confidence; (b) public awareness; (c) the protection of consumers; and (d) the reduction of financial crime.

(3) In discharging its general functions the Authority must have regard to– (a) the need to use its resources in the most efficient and economic way; (b) the responsibilities of those who manage the affairs of authorised persons; (c) the principle that a burden or restriction which is imposed on a person, or on the carrying on of an activity, should be proportionate to the benefits, considered in general terms, which are expected to result from the imposition of that burden or restriction; (d) the desirability of facilitating innovation in connection with regulated activities; (e) the international character of financial services and markets and the desirability of maintaining the competitive position of the United Kingdom; (f) the need to minimise the adverse effects on competition that may arise from anything done in the discharge of those functions; (g) the desirability of facilitating competition between those who are subject to any form of regulation by the Authority”.

– En Ontario, el artículo 1.1. de la Securities Act prescribe:

“The purposes of this Act are,

(a) to provide protection to investors from unfair, improper or fraudulent practices; and

(b) to foster fair and efficient capital markets and confidence in capitalmarkets”⁵⁵.

⁵⁵ El Proyecto de Reforma, si bien considera a Canadá como país de referencia (p. 10), en realidad utiliza como patrón de comparación la provincia de Ontario, como se

– En España, el artículo 13 inciso 2º de la Ley del Mercado de Valores señala:

“La Comisión Nacional del Mercado de Valores velará por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines”.

– En Brasil, el artículo 4º de la ley N° 6.385, de 7 de diciembre de 1976, dispone:

“O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;

II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;

III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;

IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:

a) emissões irregulares de valores mobiliários;

b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.

c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.

V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;

VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;

VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;

VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional”.

37

desprende del anexo 7 del referido documento, que agrega la sigla “OSC”, en referencia a la Ontario Securities Commission.

50. Asimismo, se debe destacar que la idea propuesta contribuye directamente a lograr uno de los objetivos que la reforma persigue, cual es aumentar la persistencia y predictibilidad de las decisiones institucionales (riesgo de la discrecionalidad). En efecto, la existencia de una política pública clara acerca del papel que compete a la Comisión –un rayado de cancha– permitirá prever de mejor modo la forma en que la autoridad ejercerá las potestades que le competen, propiciando, por una parte, que la Comisión haga cuanto sea necesario para conseguir los objetivos propuestos y, por otra, evitando que el mayor protagonismo pueda convertirse en arbitrariedad al estipular expresamente los fines que debe perseguir. En otras palabras, estas directrices actúan como fuente y límite de la labor de la Comisión, lo que aumenta la continuidad y previsibilidad de sus decisiones.

51. Finalmente, la idea que propongo se enmarca dentro de la decisión de no alterar las “funciones de tipo normativo y las de supervisión” actualmente atribuidas a la SVS⁵⁶. De lo que se trata aquí es de una cuestión distinta. Lo que se pretende es dar una orientación común al desempeño de ese cúmulo de funciones existentes en el futuro ámbito de mayor autonomía y discrecionalidad de la CNV. En consecuencia, considero que no es necesario alterar la estructura general de la propuesta de la SVS, sino incluir en la misma las directrices que deben guiar la actividad de la CNV.

4.2.2. La necesidad de reforzar la independencia de los consejeros en la etapa final del ejercicio del cargo

52. La segunda propuesta se refiere a la conveniencia de establecer –además del deber de dedicación exclusiva durante el ejercicio del cargo– la prohibición para los consejeros de realizar actividades profesionales relacionadas con el mercado de valores y seguros dentro de los dos años siguientes a la expiración del nombramiento. Los consejeros durante el referido plazo recibirían una remuneración cuyo monto e incompatibilidades se deberán fijar reglamentariamente⁵⁷.

53. La idoneidad profesional y la independencia de los consejeros es una condición esencial para que la nueva institucionalidad de la SVS pueda cumplir adecuadamente las funciones que la ley le encomienda. La reforma debe contribuir a que el mercado confíe en que la entidad reguladora privilegiará, en todo momento, el interés público sobre los muchos y poderosos intereses privados que pueden ser potencialmente afectados por las decisiones de la Comisión. En suma, con esta propuesta se preten-

⁵⁶ Véase Proyecto de Reforma, p. 12.

⁵⁷ Esta propuesta toma como modelo el régimen vigente en España (artículo 21 de la Ley del Mercado de Valores).

de evitar que los conflictos de interés de los consejeros puedan afectar el prestigio de la nueva institucionalidad.

54. Una de las prácticas que suele afectar la reputación de los organismos independientes es el paso –sin solución de continuidad– desde la posición de regulador a la de regulado (*the revolving door*). Es razonable prever que los conflictos de intereses pueden agudizarse en la etapa final del ejercicio del cargo de consejero, ante el inminente regreso a la actividad profesional y la necesidad de preparar ese tránsito. Además, coincide esta época con aquella en que el consejero acumula la mayor experiencia en el seno del órgano colegiado, lo que aumenta la autoridad de sus opiniones entre sus pares. En este escenario, el riesgo de captura del regulador se incrementa y, por tanto, es necesario evitar que el conflicto de intereses nazca declarando incompatible toda designación posterior por las industrias del sector durante un plazo determinado⁵⁸. Ése es el objetivo de esta segunda sugerencia.

55. La propuesta de la SVS se hace cargo del tema de los conflictos de interés “siguiendo la línea de lo considerado por el Banco Central de Chile a sus consejeros”. Hasta donde he podido investigar, el Conflicto de Interés e Incompatibilidades de los Consejeros del Banco Central se regula en la ley orgánica del Banco Central (párrafo primero del título II). Estas normas no establecen una incompatibilidad posterior al cese del cargo –presente, por ejemplo, en el artículo 62 *in fine* de la ley orgánica del Consejo de Defensa del Estado–, lo que por las razones antes indicadas no resulta recomendable –ni siquiera para los consejeros del instituto emisor– por lo que considero oportuno una intervención legislativa en el sentido que he propuesto.

4.2.3. La limitación de responsabilidad legal de los miembros de la Comisión por los actos realizados en el ejercicio de las funciones encomendadas

56. La labor que corresponde desarrollar a la CVS exige la toma de decisiones rápidas ante problemas delicados. En un ámbito como el mercado de capitales es improbable que la intervención de la autoridad no cause daño a algún agente económico, cuyas legítimas expectativas pueden verse afectadas por decisiones que tienden a tutelar interés jurídicos colectivos. No es conveniente que quienes deben velar por el correcto funcionamiento de los mercados y por la protección del inversor –con el delicado equilibrio de intereses que ello supone–, tengan, además, que soportar un estándar de responsabilidad general por los fallos que puedan cometer. Un régimen inadecuado de responsabilidad puede ralentizar la actividad del supervisor, a fin de prevenir potenciales demandas, con el consiguiente perjuicio para el mercado.

⁵⁸ ARIÑO (n. 16), p. 387, quien propone un plazo mínimo de dos años.

57. Las demandas por parte de inversores desprevenidos que han perdido los ahorros al embarcarse en negocios insensatos no debe fomentarse⁵⁹. El deber de vigilancia del mercado nunca podrá llegar a impedir la comisión de fraudes. A mitigar ese riesgo puede contribuir la creación de un fondo de garantía, pero no la responsabilidad de la entidad supervisora. Sin embargo, los casos en que personas afectadas demandan –ante la insolvencia del intermediario– a la entidad supervisora por omisión de los deberes de control sobre entidades que engañan al público son más numerosos de lo que cabe esperar. Así parece confirmar la reciente incorporación en la LOSVS la norma siguiente:

“En caso de ejercerse acciones judiciales en contra del Superintendente por actos u omisiones en el ejercicio de su cargo, la Superintendencia deberá proporcionarle defensa. Esta defensa se extenderá para todas aquellas acciones que se inicien en su contra por los motivos señalados, incluso después de haber cesado en el cargo”.

Esta solución no me parece eficiente, puesto que en lugar de multiplicar pleitos, parece más razonable limitar legalmente la responsabilidad del órgano supervisor.

58. En el ámbito internacional, la protección del regulador en el cumplimiento de las labores encomendadas es una de las recomendaciones que promueve IOSCO, quien a este respecto propone una “adequate legal protection for regulators and their staff acting in the bona fide discharge of their functions and powers”⁶⁰. Algunos países cumplen con esta recomendación incorporando una norma que limita la responsabilidad de la entidad supervisora y de los miembros de la misma a los daños causados por actos realizados en el ejercicio de las funciones encomendadas con dolo o culpa grave. Así ocurre, por ejemplo, en Italia (artículo 6-bis *della legge* n. 262 del 2005), Irlanda (art. 33C Central Bank and Financial Services Authority of Ireland Act) y la provincia de Ontario (Securities Act Ontario, parte I, 9)⁶¹.

59. En Chile, la responsabilidad de la SVS se rige por lo dispuesto en la Ley de Bases de la Administración del Estado, que consagra el régimen de responsabilidad por falta de servicio (artículo 44). Es discutible –por las razones antes indicadas– que ése sea el régimen de responsabilidad más adecuado para la futura CVS. En este sentido me parece conveniente que

⁵⁹ Véase SÁNCHEZ ANDRÉS (n. 6), p. 449.

⁶⁰ IOSCO (n. 18), p. 9.

⁶¹ Véase AMOROSINO (n. 29), pp. 161-162, quien cita bibliografía reciente.

el Proyecto de Reforma aborde este tema y disponga las medidas legales para evitar la proliferación de demandas en contra de la CVS y de los miembros de la misma, salvo que se trate de una acción u omisión grave de las funciones que la ley le impone.

RECAPITULACIÓN FINAL

El Proyecto de Reforma descrito y analizado a lo largo de estas páginas se orienta, en mi opinión, en una dirección correcta. Los comentarios y propuestas que contienen este trabajo pretenden contribuir a la discusión acerca de cuál es el mejor modelo regulador para el mercado de capitales nacional. Entiendo que esta autoridad se debe diseñar a partir de las características de nuestro mercado, de la tradición jurídica local, pero también deben considerarse los importantes avances que la experiencia de otros ordenamientos jurídicos pueden ofrecernos. El proceso de reforma que ahora recién comienza puede constituir un valioso aporte a la modernización del mercado de capitales chileno, aunque habrá que esperar hasta conocer exactamente cómo quedará redactado el proyecto de ley, y- en su día- la ley, para poder evaluar hasta qué punto se habrá logrado fortalecer y modernizar la institucionalidad de la SVS. Esto es, en qué medida se habrá conseguido instituir un organismo colegiado e independiente, capaz de regular y contribuir al desarrollo de unos mercados –cada vez más globalizados y competitivos–, cuyo éxito depende tanto de la eficiencia económica como de la seguridad jurídica.

41

BIBLIOGRAFÍA

- ALONSO UREBA, Alberto *et al.*, “Instituciones y mercado: las Administraciones Supervisoras Independientes (Una reflexión de *lege ferenda*)”, en *Revista del Mercado de Valores*, vol. 2, ciudad, 2008.
- AMOROSINO, Sandro, “Funzioni e poteri della CONSOB ‘nouvelle’”, in *Banca, Borsa e Titoli di crédito* vol. 2, Milano, 2008.
- ARIÑO, Gaspar, *Economía y Estado*, Madrid, Marcial Pons, 1993.
- BARTOS, James M., *United States Securities Law: A Practical Guide*, The Hague, Kluwer Law International, 2002.
- BRANDEIS, Louis, *Other people's money and how Bankers use it*, New York, Harper Torchbooks, 1914.
- DAVID, M., “L'expérience américaine des ‘independent regulatory commissions’”, in Claude Albert COLLIARD, Gérard TIMSIT (dir.), *Les autorités administratives indépendantes*, Paris, PUF, 1988.

- FABRIZIO, S., “Articolo 91”, en VV.AA (a cura di Carla Rabitti), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D. Lgs. 24 febbraio 1998*, n. 58, Milano, Giuffrè, 1998.
- FREEDMAN, James Oliver, *Crisis y legitimidad. El proceso administrativo y el gobierno de los Estados Unidos*, México, Fondo de Cultura Económica, 1988
- GOODHART, Charles *et al.*, *Financial Regulation: Why, how and where now?*, London and New York, Routledge, 1998.
- LEE HAZEN, Thomas, *The Law of Securities Regulation*, 4ª ed., Minnesota, West Group, 2002.
- LOSS, Louis, *Fundamentals of Securities Regulation* 2ª ed., New York, Little, Brown and Company, 1988.
- MODERNE, Franck, “Étude comparée”, in Claude Albert COLLIARD, Gérard TIMSIT (dir.), *Les autorités administratives indépendantes*, Paris, PUF, 1988.
- PARADA, Ramón, *Derecho Administrativo*, 19ª ed., Madrid, Marcial Pons, 2007, tomo II.
- RABITTI BEDOGNI, Carla, “Articolo 5”, en VV.AA (a cura di Carla Rabitti), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D. Lgs. 24 febbraio 1998*, n. 58, Milano, Giuffrè, 1998.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal, “Derecho del Mercado de Capitales”, en Juan Carlos SÁENZ GARCÍA, Fernando OLEO BANET, Aurora MARTÍNEZ FLÓREZ (ed.), *Estudios jurídicos sobre el Mercado de Valores*, Navarra, Thomsom-Civitas, 2008, [originalmente en la voz “Derecho del Mercado de Capitales”, en *Enciclopedia Jurídica Básica Civitas*, Madrid, Civitas, 1995, vol. II.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal, “La nueva legislación del mercado de valores (fundamentos económicos y jurídicos para la regulación de la materia)”, en Juan Carlos SÁENZ GARCÍA, Fernando OLEO BANET, Aurora MARTÍNEZ FLÓREZ (ed.), *Estudios jurídicos sobre el Mercado de Valores*, Navarra, Thomsom-Civitas, 2008 [originalmente en Fernando, SÁNCHEZ CALERO (coord.), *Perspectivas actuales del derecho mercantil*, Pamplona, Aranzadi, 1995.
- TAYLOR, Michael, *Twin Peaks: A Regulatory Structure for the New Century*, London, Centre for the Study of Financial Innovation, 1995.