

NOTAS AL ÚLTIMO INTENTO DE REFORMA DEL SISTEMA DE SUPERVISIÓN FINANCIERA

*Matías Larraín*¹

“¿Y ahora qué sucederá? ¡Bah! Tratativas
pespunteadas de tiroteos inocuos, y, después, todo
será igual pese a que todo habrá cambiado”.

G. di Lampedusa, *El Gatopardo*

Resumen

En agosto de 2010, el Ministro de Hacienda del actual gobierno convocó a un conjunto de expertos del sector financiero para que analizara la posibilidad de introducir cambios a la estructura organizacional de los reguladores financieros y al sistema de supervisión financiera propiamente tal. En marzo de 2011, la llamada Comisión de Reforma a la Regulación y Supervisión Financiera (también conocida como Comisión Desormeaux) entregó sus recomendaciones, la mayoría de las cuales, pese a su contundencia, fueron desechadas por el Gobierno.

El presente artículo examina las principales recomendaciones realizadas por la Comisión Desormeaux en dos dimensiones: (a) la estructura o gobierno de los reguladores financieros nacionales, con especial énfasis en la determinación del grado de independencia o autonomía política, normativa, fiscalizadora y presupuestaria que debe caracterizar a estos órganos en su relación con el gobierno central; y (b) el enfoque o arquitectura de la supervisión financiera, y como las recomendaciones de la Comisión se encuadran con las distorsiones y falencias que dejó en evidencia la reciente crisis financiera de 2008-2009. Para ambas dimensiones, el artículo aporta antecedentes de contexto que permiten evaluar en su mérito las recomendaciones de la Comisión Desormeaux y analizar críticamente las medidas adoptadas por el Ministerio de Hacienda en relación a ellas

¹ Abogado UDP y LL.M Duke Law School. Asociado del Estudio Correa Gubbins.

1. Antecedentes

En agosto de 2010, en el marco de la agenda de reformas al mercado financiero denominada “Mercado de Capitales Bicentenario”, el Ministro de Hacienda del gobierno del Presidente Piñera anunció la instalación de una comisión de expertos que analizaría posibles perfeccionamientos al modelo institucional de supervisión y regulación del mercado financiero local. Dicha comisión recibió el nombre de “Comisión de Supervisión Financiera” y se hizo conocida como la “Comisión Desormeaux”, en referencia a su presidente, el ex consejero del Banco Central Jorge Desormeaux.²

El informe de la Comisión Desormeaux evacuado en marzo de 2011³ y el mezuquino recogimiento de sus recomendaciones que hizo el Gobierno, constituyen uno de los hitos regulatorios de 2011.

En el presente artículo se analiza el contexto general que sirvió de base al trabajo de la Comisión Desormeaux, los principales aspectos de su informe y sus conclusiones más relevantes. Finalmente, se analizan las propuestas de la Comisión que fueron recogidas por el Gobierno.

2. La idea de reformar al regulador: Gobierno y arquitectura de la supervisión financiera

Hasta la caída de Lehman Brothers y el comienzo formal de la crisis financiera en septiembre de 2008, la idea de introducir mejoras en la estructura organizacional de los reguladores financieros en Chile se había enfocado casi exclusivamente en analizar e intentar resolver los riesgos de interferencia política, captura y/o falta de independencia propios de su estructura organizacional. A esto se refiere el denominado “gobierno de la supervisión”, que implica el análisis del diseño organizacional de los reguladores en función de los niveles de autonomía e independencia respecto del gobierno central y al mercado regulador mismo.⁴

2 La Comisión fue presidida por el ex consejero del Banco Central, Jorge Desormeaux, y estuvo integrada además por el ex decano de la Escuela de Derecho de la Universidad Católica, Arturo Irarrázaval; el ex Ministro de Economía y ex superintendente de Valores y Seguros y actual Presidente del Consejo para la Transparencia, Alejandro Ferreiro; los académicos Luis Cordero, Ronald Fischer y Arturo Cifuentes; y el ex Coordinador de Mercado de Capitales del propio Ministerio de Hacienda, el economista Pablo Correa.

3 Disponible en <http://www.hacienda.cl>

4 Ver Mascindaro, Donato, Vega, Rosaria y Quintyn, Marc, *The Economic Crisis: Did Financial Supervision Matter?* Working Paper, WP/11/261, (Fondo Monetario Internacional) 2011, p. 4.

Pero la crisis financiera puso de manifiesto también la necesidad de introducir reformas al modelo de supervisión financiera, pues hizo evidente (i) su incapacidad para desarrollar de manera eficaz una supervisión de los conglomerados financieros, (ii) la falta de una estructura regulatoria que permita hacerse cargo de los problemas de riesgo sistémico asociados a la concentración y sofisticación del mercado financiero y (iii) la insuficiencia del *disclosure* como eje regulatorio del sistema de supervisión de la industria de servicios financieros no bancarios. El análisis del sistema o enfoque de supervisión financiera propiamente tales lo que se denomina, por su parte, “arquitectura de la supervisión”.⁵

En el presente capítulo se analizan separadamente el gobierno y la arquitectura de la supervisión de los reguladores financieros chilenos, y cómo las recomendaciones de la Comisión Desormeaux se encuadran en cada una de ellas.

2.1. “Gobierno de la supervisión”: La emancipación del regulador

El llamado gobierno de la supervisión del sector financiero local, esto es, la estructura organizacional de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF), de la Superintendencia de Pensiones (SUPEN) y de la Superintendencia de Seguridad Social (SUCESO), al igual que buena parte de las agencias regulatorias chilenas, se encuentra organizado bajo la forma de lo que la doctrina administrativista nacional denomina órganos descentralizados funcionalmente.

Estos órganos se caracterizan principalmente por tener (i) personalidad jurídica de derecho público y (ii) patrimonio propio (aunque esto último implica únicamente un margen de discrecionalidad mayor en el manejo de su presupuesto, el que, en todo caso, es determinado anualmente por el Gobierno Central y el Congreso Nacional en la Ley de Presupuestos); (iii) por estar sometidas a controles externos o heterónomos de naturaleza flexible, únicamente técnico-jurídicos y supuestamente no de mérito, oportunidad o conveniencia; y (iv) por mantener una relación de tutela o supervigilancia, no de subordinación o jerarquía, con el gobierno central.⁶ Además, estos órganos (v) son usualmente dirigidos por autoridades unipersonales, designadas y removidas libremente por el Presidente de la República bajo el modelo de exclusiva confianza.

5 Ibid.

6 Cea, José Luis, *Teoría del Gobierno*, (Ed. Universidad Católica de Chile) 1999, p. 151.

Precisamente, el régimen de designación y remoción de las autoridades superiores de los reguladores, el limitado poder normativo de que están dotados, así como su falta de independencia para determinar y administrar su presupuesto, han constituido un foco de atención y motivo de constante preocupación por parte de los propios reguladores,⁷ el Ministerio de Hacienda,⁸ el Congreso Nacional⁹ e incluso de organismos internacionales como la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE).¹⁰

A partir de esas críticas, se ha puesto de manifiesto la debilidad del denominado gobierno de la supervisión de los reguladores financieros locales y se ha comenzado a abogar por la idea de introducir reformas legales que permitan transitar desde el modelo de organismo descentralizado y dirigido por autoridades unipersonales libremente designadas y removidas por el Presidente de la República, a un modelo de agencia regulatoria independiente

7 Ver Superintendencia de Valores y Seguros, *Comisión de Valores y Seguros: Una reforma para impulsar el crecimiento, la transparencia y el mejor gobierno del mercado de capitales*, 2008.

8 Ya en 2008, el Ministerio de Hacienda había anunciado formalmente la presentación de una reforma a la estructura organizacional de la Superintendencia de Valores y Seguros, la que estaría estructurada sobre la base de tres grandes objetivos: primero, modificar su estructura superior, pasando de una estructura unipersonal a una colegiada; segundo, separar las funciones de dirección superior en dos órganos distintos: uno a cargo del ejercicio de la potestad sancionadora y el otro a cargo del ejercicio de la función de supervisión y normativa; y tercero, reformar el mecanismo de designación y remoción de los miembros de los órganos superiores, pasando de un régimen de “exclusiva confianza” a uno de nombramiento mixto y remoción por causa fundada, en el entendido que por esta vía los órganos superiores de la SVS estarán dotados de un margen de autonomía mayor del que gozan en la actualidad. Ver Ministerio de Hacienda: *Estado de la Hacienda Pública 2008*, p. 123-124. Disponible en <http://www.hacienda.cl>

9 Ver Informe de Comisión Especial Investigadora de la Cámara de Diputados de enero de 2010, en que se propone reformar la Ley Orgánica de la SVS de modo que se transforme la actual estructura de gobierno unipersonal, que recae en el Superintendente (de confianza exclusiva del Presidente), en una Comisión de Valores y Seguros (CVS) regida por una estructura colegiada y con un alto grado de autonomía, proponiendo, en particular, el establecimiento de un Consejo Directivo, del cual dependan las áreas de valores y seguros en materias normativas y de supervisión, y un Tribunal de Valores y Seguros, que retenga la facultad sancionadora que hoy detenta el Superintendente. Sobre la designación de los integrantes del Consejo Directivo, los nombramientos deberían seguir los parámetros que se utilizan para designar a los consejeros del Banco Central, es decir, serían propuestos por el Ejecutivo, ratificados por el Senado y nombrados por un período fijo con un recambio por parcialidades periódicas. Para asegurar su independencia, la remoción sería mediante decreto fundado del Presidente de la República respecto de inhabilidades sobrevinientes, con toma de razón de la Contraloría General de la República. Disponible en www.camara.cl

10 Particularmente ilustrativa resulta la recomendación realizada por el Comité de Gobiernos Corporativos de la OCDE a nuestro país en 2011, en que, teniendo presente el hecho que el cargo de Superintendente de Valores y Seguros es designado y puede ser discrecionalmente removido por el Presidente de la República, sugirió la necesidad de “establecer un sistema de pesos y contrapesos que permita proteger a la SVS del riesgo de intervención política en el cumplimiento de sus decisiones”. Esta necesidad de independencia, agrega la OCDE en su informe, “tomará más relevancia una vez que a la SVS le corresponda la supervisión de las empresas públicas o controladas por el Estado”. Ver OCDE, *Corporate Governance in Chile*, 2011, p. 12. Disponible en <http://www.oecd.org>

(ARI), de enorme popularidad a partir de los años 90 en otras jurisdicciones,¹¹ que implica la existencia de reguladores financieros autónomos de la estructura jerárquica del Gobierno, libres de la posibilidad de intervención política, con un alto grado de *expertise* en su ámbito de competencia y dirigidos por comisiones o cuerpos colegiados cuyos miembros se encuentran sujetos a un régimen causado de remoción. Tal es el caso de la Autoridad de Mercados Financieros de Francia, de la Securities and Exchange Comisión (SEC) de Estados Unidos o la BAFIN alemana, de la Comisión de Valores Mobiliarios de Brasil y de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México.

Sintetizando las críticas de que ha sido objeto el gobierno de la supervisión de nuestros reguladores financieros, se suele afirmar que este parece no dar garantías suficientes en cuanto al grado de independencia objetiva y autonomía necesaria de los reguladores para ejercer sus funciones de manera idónea desde el punto de vista político, normativo, fiscalizador y presupuestario. Veamos cada una de estas dimensiones y las recomendaciones de la Comisión Desormeaux en relación a cada una de ellas:

2.2.1. Independencia política

La *independencia política* se refiere a la probabilidad de que el regulador no pueda ser objeto de interferencia en el ejercicio de sus funciones por parte del gobierno central. El grado de autonomía de una agencia regulatoria en esta materia se puede determinar considerando algunos de los siguientes factores:

- (i) La forma en que sus autoridades principales son designadas y si pueden o no ser removidos de sus cargos discrecionalmente por el Presidente de la República u otra autoridad política de alto nivel.¹² Aquellas agencias regulatorias dirigidas por autoridades que no pueden ser removidas discrecionalmente por el Presidente de la República sino que se encuentran sujetas a un régimen de remoción causado y sujeto a la aprobación de un órgano autónomo externo o heterónimo (como puede ser la Corte Suprema o el Senado), se

¹¹ ARI son órganos públicos encargados de la supervisión o regulación de una determinada actividad o industria, dotados de amplios niveles de independencia o autonomía, y en que la posibilidad de injerencia política por parte del Gobierno central se encuentra limitada únicamente a la entrega o establecimiento de políticas generales, no a la resolución o revisión de casos específicos. Ver Jacobzone, Stephane, "Independent Regulatory Agencies in OECD Countries: An Overview", en *OCDE Working Party on Regulatory Management and Reform*, 2005, p. 92

¹² Ramirez, Steven, "Depoliticizing Financial Regulation", en *William and Mary Law Review*, 2000, p. 5.

entiende que gozan de un mayor grado de independencia, pues existen contrapesos que disminuyen la posibilidad de injerencia política por parte del gobierno central.

(ii) La estructura de gobierno de la agencia y si esta considera autoridades unipersonales o cuerpos colegiados; estos últimos suponen el aseguramiento de mayores niveles de independencia y, en un cierto plazo, regularidad, conformidad y consistencia de sus decisiones.^{13 14}

(iii) La duración de sus autoridades superiores en el cargo, especialmente de quien la preside,¹⁵ así como si su composición se renueva periódicamente en su totalidad o de manera traslapada, evitando así que los nombramientos de sus consejeros o miembros superiores coincidan con el inicio de cada ciclo político.

(iv) La jerarquía de las autoridades políticas que participan en el nombramiento de sus autoridades superiores, entendiéndose que hay mayor independencia si las designaciones consideran la opinión, el examen o la decisión de autoridades políticas de alto nivel.¹⁶

Haciéndose cargo de las críticas relacionadas con la falta de *independencia política* del gobierno de la supervisión financiera, la Comisión Desormeaux propuso que el modelo de designación y remoción de las autoridades superiores de los nuevos reguladores financieros fuera reformado conforme a las siguientes recomendaciones:

1° Pasar de órganos dirigidos por autoridades unipersonales al establecimiento de comisiones integradas por 4 directores cada una.

2° El cargo sería de dedicación exclusiva y por un período fijo de 6 años, es decir, por periodos que exceden el ciclo político presidencial.

3° Que el nombramiento de los directores de cada comisión sea realizado por el Presidente de la República con el acuerdo del Senado, con un quórum de 4/7, de modo de asegurar un grado de consenso y representatividad apropiado en las designaciones.

4° Que el presidente de cada comisión sea elegido por el Presidente de la República entre los directores en ejercicio de las respectivas comisiones. Este

13 Jacobzone, Stephane, *Designing Independent and Accountable Regulatory Authorities: A Comparative Overview Across OECD Countries*, 2005, p. 84. Disponible en <http://www.oecd.org>.

14 Ramírez, op. cit., p.8.

15 *Ibíd.*, p.6.

16 Jacobzone, op. cit., p. 84.

desempeñaría las funciones ejecutivas y asumiría la representación judicial y extrajudicial de la institución.

5° Que la remoción del cargo de director sea por notable abandono de deberes, por incumplimiento de las obligaciones del cargo o por inhabilidad o incompatibilidad, lo que debería ser solicitado por el resto de la comisión o por el Presidente de la República ante la Corte Suprema.

Las recomendaciones de la Comisión Desormeaux sin duda apuntan en la dirección correcta y su implementación implicaría un salto cualitativo en materia de independencia política de los reguladores financieros en comparación a la situación actual. Sin embargo, los niveles de independencia del modelo de gobierno de la supervisión financiera que propone la Comisión Desormeaux podrían incrementarse aun más si el presidente de cada comisión también durara periodos fijos en ese cargo, eliminando con ello la exigencia de contar con la confianza del Presidente de la República para mantenerse en el mismo.

La independencia política del presidente de cada comisión, sobre todo en cuerpos colegiados de cuatro miembros como los que se proponen, es de vital relevancia para garantizar la autonomía del regulador, especialmente si se repara en sus facultades directivas, en la potestad de dirimir las discusiones al interior de cada comisión en caso de empate y en el rol que les cabe en el Consejo de Estabilidad Financiera (CEF), que se analiza en el próximo capítulo.

En este sentido, las razones de mayor “congruencia” entre lo que la Comisión Desormeaux llama “objetivos de política pública” y la “orientación” de la gestión al interior de cada regulador, como argumento para justificar la necesidad de una regla de esa naturaleza, parece insuficiente, pues ella se satisface plenamente con los deberes de coordinación, eficiencia y unidad de acción que la ley actualmente asigna a los órganos de la Administración del Estado.¹⁷

2.1.2. Independencia normativa

La *independencia normativa* se refiere a la potestad del regulador para dictar normas prudenciales y regulaciones relacionadas con las prácticas que las instituciones financieras deben adoptar para mantener la seguridad y estabilidad, incluyendo los niveles de capital mínimo, límites de exposición y provisiones.¹⁸ La independencia, en este caso, viene dada por la potestad de dictar

¹⁷ Ver artículos 3° y 5° de la Ley N°18.575 Orgánica Constitucional de Bases Generales de la Administración del Estado.

¹⁸ Quintyn, Marc y Taylor, Michael W., “Should Financial Sector Regulators Be Independent?”, en *Economic Issues*, 32, (IMF) p. 9. Disponible en <http://www.imf.org>.

esta clase de reglas de manera autónoma, rápida y flexible, sin tener que someterse al control externo de uno o más órganos políticos.¹⁹

Como se sabe, el mercado financiero y los agentes que participan en él suelen moverse con una rapidez que sobrepasa por mucho los tiempos que toma la aprobación parlamentaria de una regulación idónea para cada nuevo producto o conducta financiera. En derecho comparado, la experiencia muestra que las agencias regulatorias tienen amplias potestades normativas, lo que asegura que la regulación sea contemporánea al desarrollo de nuevas prácticas y productos por parte de los agentes que participan en el mercado financiero.

Sin embargo, en nuestro país la potestad de los reguladores para dictar normas administrativas de detalle o complemento es limitada; a diferencia de otras jurisdicciones, las leyes sectoriales aplicables no solo contienen principios generales y las bases esenciales de la regulación, sino que, en muchos casos, normas técnicas extremadamente detalladas, que exceden por mucho las competencias técnicas del parlamento y la velocidad de este para reaccionar frente a cambios o circunstancias que pueden hacer necesaria una nueva regulación sectorial.²⁰

Compartiendo este diagnóstico, la Comisión Desormeaux recomendó dotar a las entidades regulatorias de *mayores facultades normativas*, de manera de posibilitar una adecuación más oportuna y expedita del marco normativo que rige al mercado financiero regulado.²¹

En relación a este punto, la Comisión Desormeaux también hizo presente la dificultad de iniciar un proceso de “deslegalización” de ciertas materias y reconfiguración del ámbito o dominio que correspondería al parlamento y a los reguladores, al menos para el conjunto de normas legales actualmente vigentes.

19 Ibid.

20 Ver Larraín, Guillermo y Larraín, Matías, “Hacia una reforma de la institucionalidad financiera en Chile”, Documento de Trabajo, 12, (Facultad de Gobierno, Universidad del Desarrollo) 2012, p. 21.

21 Estrechamente vinculado a esta recomendación, la Comisión Desormeaux sugirió además la instalación de un sistema integrado de evaluación de impacto regulatorio, que permita mejorar la calidad del mismo a través del establecimiento de reglas claras sobre la materia.

En este mismo sentido ya se había pronunciado el ex Ministro de Hacienda del gobierno de la Presidenta Bachelet, en cuanto al reconocimiento de que uno de los desafíos pendientes en materia regulatoria era establecer, a nivel central, una agencia de supervisión de la calidad de la regulación económica, en la línea de la *Better Regulation Executive* inglesa y de la *Office of Information and Regulatory Affairs* estadounidense, cuya función principal es la de compilar y revisar la regulación existente, así como analizar la idoneidad, pertinencia e impacto económico de las propuestas de cambios regulatorios diseñadas por distintas agencias regulatorias sectoriales. Ver Ministerio de Hacienda, *Estado de la Hacienda Pública 2009*, p. 191. Disponible en <http://www.hacienda.cl>

2.1.3. Independencia de fiscalización

La *independencia de fiscalización* supone que los reguladores tienen la potestad de monitorear, supervisar e inspeccionar a las instituciones financieras, así como de imponer sanciones y revocar licencias o autorizaciones, de manera autónoma, sin la intervención del Gobierno central²² o de la industria regulada.

La independencia de fiscalización supone la concreción de varios objetivos. En primer lugar, implica la existencia de un marco legal idóneo que permita al regulador ejercer sus potestades de fiscalización y sanción de manera autónoma respecto del gobierno central. Para alcanzar este objetivo, los mecanismos de nombramiento de sus autoridades superiores y la existencia de un régimen de remoción causado, ya comentados, resultan claves.

En segundo lugar, la independencia de fiscalización implica también la idea de asegurar que las potestades de supervisión, fiscalización y sanción se ejerzan de forma independiente de los sujetos regulados, es decir, evitando el riesgo de captura del regulador respecto de la industria fiscalizada. En relación a este punto, (i) el régimen de inhabilidades e incompatibilidades, (ii) el nivel de remuneraciones de las autoridades superiores y directivos del regulador, (iii) la eficacia de un régimen de inhabilidades post empleo y (iv) la existencia de un régimen que les otorgue protección legal frente a las decisiones que adopten en el ejercicio de sus funciones, son factores de vital importancia.

Ponderando las críticas y debilidades del actual gobierno de la supervisión de los reguladores financieros en materia de independencia respecto de los sujetos fiscalizados, la Comisión Desormeaux propuso las siguientes medidas:

1° Que el cargo de director de una Comisión sea de dedicación exclusiva y que quienes lo ejerzan posean un reconocido desempeño profesional o académico en el área.

2° Que el sistema de inhabilidades e incompatibilidades se asimile al que rige hoy para las autoridades superiores y consejeros del Banco Central de Chile.

3° Que las remuneraciones de las Comisiones sean suficientes para retener a personal altamente capacitado, tanto a nivel directivo, como de equipos profesionales.

4° Que las rentas del Presidente y los directores se fijen a través del procedimiento utilizado por el Banco Central de Chile.

²² Ver Quintyn, op. cit., pp. 6 y 11.

5° Establecer un régimen de post-empleo para los directores y principales ejecutivos de las Comisiones, garantizando el 80% de su remuneración por un período de dos años. Durante ese período, dichas personas no podrían trabajar en el sector regulado,²³ y

6° Extender a todos los funcionarios de agencias reguladoras el beneficio de defensa legal en los juicios generados como consecuencia de las decisiones adoptadas en el desempeño de su cargo.²⁴

Pese a compartir las medidas propuestas por la Comisión Desormeaux en esta materia, el régimen de incompatibilidades exigible a los consejeros del Banco Central contenido en el artículo 14 de la Ley Orgánica del Banco Central podría ser insuficiente para aislar de manera eficaz el riesgo de captura de los reguladores financieros, particularmente en cuanto a la posibilidad de que estos puedan mantener posiciones en valores de oferta pública emitidos por sociedades fiscalizadas.

De este modo, los niveles de independencia de fiscalización podrían elevarse aun más si, por ejemplo, se estableciera (i) la obligación de televisar las sesiones de comisión y sala del Senado en que se discutan las respectivas designaciones (incluidas, además, las exposiciones de los candidatos) y, en concordancia con la recién aprobada Ley de Reforma Constitucional N° 20.414 sobre Calidad de la Política,²⁵ (ii) la obligación de mantener en el sitio web de cada órgano las declaraciones actualizadas de su patrimonio e intereses; (iii) el establecimiento de un estricto régimen de prohibiciones y abstenciones de transar instrumentos en el mercado financiero local; y, eventualmente, (iv) la obligación de enajenar ciertos activos o de constituir un fideicomiso ciego (rebautizado por el Gobierno como “Mandato de Administración Discrecional

23 Esta recomendación implicaría un complemento o una modificación de la prohibición de la llamada puerta giratoria o “*revolving door*” contenida en el inciso final del artículo 56 de la LOCBGAE, que pesa sobre las autoridades públicas que ejercen funciones fiscalizadoras de desempeñarse en la industria regulada dentro de los seis meses siguientes a la cesación en el cargo. Intentos similares de complemento y medidas para mejorar la eficacia de esta prohibición formaron parte de la agenda de mejoramiento de la calidad de la política, probidad y transparencia que impulsó el Gobierno de la Presidenta Bachellet en 2006 (ver proyectos de ley (i) que establece impedimentos para ocupar cargo en instituciones privadas sujetas a fiscalización por el funcionario respectivo (Boletín N° 4186-07) y (ii) que amplía la incompatibilidad a 12 meses de los ex funcionarios de los entes fiscalizadores para incorporarse al sector privado (Boletín N° 502506).

24 Este derecho de protección fue incorporado con ocasión de la aprobación de la Ley 20.190 de 2007, como resultado de las recomendaciones que ya habían hecho en la materia el Banco Mundial y la OCDE.

25 Ver incisos 3° y 4° del nuevo artículo 8° de la Constitución Política, incorporado por la Ley de Reforma Constitucional N° 20.414 de enero de 2010 en relación con la publicidad de las declaraciones de intereses y patrimonio y con la habilitación legal para el establecimiento de la figura del fideicomiso ciego para ciertas autoridades públicas en caso de conflicto de interés.

de Cartera de Valores y Enajenación de Activos”) para la administración de sus activos financieros cuando su posición pueda acarrear un eventual conflicto de interés para un director en particular.²⁶

En tercer lugar, la independencia de fiscalización supone la existencia de un procedimiento adecuado de protección de los derechos de los sujetos regulados, esto es, un procedimiento sancionatorio con reglas claras e instancias separadas de investigación y sanción, que respete las garantías procesales de los sujetos fiscalizados.

En efecto, una de las potestades más emblemáticas de que están dotadas las agencias reguladoras es aquella que las habilita para imponer sanciones administrativas (multas, censuras, revocaciones, etc.) en aquellos casos en que los entes fiscalizados infrinjan el marco regulatorio a que están sujetos. Aun más, buena parte de la independencia de una agencia regulatoria se juzga, precisamente, en su autonomía para ejercer esta atribución. Con todo, el ejercicio del poder sancionatorio por parte de las agencias regulatorias en general plantea una serie de problemas.²⁷

Una primera cuestión implica decidir si la agencia constituirá una instancia más bien jurisdiccional o, si se quiere, de primera instancia. En ese caso, las sanciones han de ser impuestas por el órgano administrativo luego de un proceso previo, debidamente sustanciado internamente, en que los administrados están revestidos de las suficientes garantías en materia de derecho a defensa, prueba e imparcialidad y objetividad del órgano sancionador. En este caso, al interior del órgano regulador deberá existir una instancia separada, dotada de cierta autonomía funcional, encargada de recabar los antecedentes y la prueba suficiente que permita fundar racionalmente la imposición de la sanción. Deberá existir, además, una instancia independiente, idealmente colegiada, dotada de la competencia para ponderar los antecedentes recabados por el acusador y la prueba o argumentos aportados por el administrado, de manera tal que el acto sancionatorio sea impuesto, en los hechos, por una autoridad investida de la debida objetividad e imparcialidad. Esta es la lógica que parece recomendar la Comisión Desormeaux al hacer presente la necesidad de dar mayores garantías de objetividad e

26 De especial relevancia para el gobierno de la supervisión de los nuevos reguladores financieros resulta analizar las nuevas exigencias en materia de declaración de patrimonio e intereses, así como la obligación de enajenar ciertos activos o de otorgar mandatos de administración de cartera previstas en el proyecto de ley que Regula la Función Pública, actualmente en segundo trámite constitucional en el Senado (ver Boletín 7616-06).

27 Ver Larraín, Guillermo y Larraín, Matías, op. cit., p. 24.

imparcialidad a los fiscalizados, trasladando la potestad sancionatoria a la Comisión respectiva.

Al proponer este modelo, la Comisión Desormeaux se separó del diseño institucional que ha sido adoptado en otros casos análogos, en que la agencia regulatoria cuenta esencialmente con potestades acusatorias y un poder sancionatorio directo restringido, y su acción se encuentra sometida a la aprobación de mérito y forma por parte de un órgano independiente cuasi jurisdiccional. Tal es el caso del modelo de protección de la libre competencia vigente en Chile desde mediados de la década pasada, en que el poder acusatorio reside en la Fiscalía Nacional Económica y la potestad sancionatoria propiamente tal reside en el Tribunal de Defensa de la Libre Competencia. Un modelo similar fue recientemente adoptado también en materia tributaria y aduanera, con los recientemente instalados Tribunales Tributarios y Aduaneros.²⁸

Con todo, la Comisión recomendó, además, que en materia de reclamación de sanciones e impugnaciones en contra de actos administrativos o normativos de las Comisiones, sea posible la revisión judicial de las decisiones de la agencia, tanto en la legalidad como en la “razonabilidad” de las decisiones.

En relación a este punto, pareciera ser que la Comisión Desormeaux decidió tomar distancia de la tendencia predominante en materia de revisión judicial de decisiones de agencias regulatorias, determinada por la aplicación de la llamada doctrina de la “deferencia”, la cual postula que las cortes deben abstenerse de revisar el mérito y conveniencia de decisiones administrativas técnicas cuando estas han sido adoptadas al interior de la administración, en el marco de procedimientos complejos, provistos de instancias de reflexión y análisis de los pros y contras de cada una de ellas.²⁹

28 Hasta la dictación de la ley, el Servicio de Impuestos Internos (SII) y el Servicio Nacional de Aduanas ejercían funciones de juez y parte en los procesos que mantenían con los contribuyentes, situación que había sido objeto de innumerables reproches de constitucionalidad. La Ley N° 20.322 de 2009, que Crea los Tribunales Tributarios y Aduaneros, estableció tribunales independientes del SII y de administración aduanera, bajo la supervigilancia de la Corte Suprema. Asimismo, instituyó un recurso especial de amparo en favor de los contribuyentes, a través del cual se busca proteger a quienes consideren vulnerados sus derechos producto de un acto u omisión de la administración tributaria o aduanera. El conocimiento de estos casos corresponderá en primera instancia a los Tribunales Tributarios y Aduaneros y, en segunda, a las Cortes de Apelaciones respectivas.

29 La doctrina de la deferencia, en el caso de la revisión judicial de decisiones adoptadas por agencias regulatorias, fue elaborada por la Corte Suprema Norteamericana a partir del caso *Chevron U.S.A. v. Natural Resources Defense Council, Inc.* (1984) y se ha transformado en uno de los pilares del sistema de reparto de competencias y controles entre órganos del Estado. De acuerdo a la mencionada doctrina, los jueces pueden revisar la legalidad de las decisiones adoptadas por agencias regulatorias, si fueron dictadas conforme al procedimiento previsto en la ley y si lesionan o no derechos subjetivos, pero no pueden revisar la decisión en sí misma ni su mérito o conveniencia, pues ello requiere conocimientos técnicos que los jueces ordinarios no tienen.

2.1.4. Independencia presupuestaria

La *independencia presupuestaria* está dada en función del nivel de injerencia del Gobierno central y del Congreso Nacional en la confección y determinación del presupuesto del regulador, así como por la intensidad y clase de controles a que debe someterse en la administración del mismo.³⁰

Adicionalmente, la independencia presupuestaria está determinada en función de la libertad de las autoridades superiores del regulador para organizar al personal de la institución, en atención a las necesidades que ella misma defina.³¹ Si el financiamiento de la institución está determinado en el presupuesto nacional, la partida correspondiente al regulador debe ser propuesta y justificada por este, de acuerdo a parámetros objetivos y razonables.³² Los reguladores del sector financiero chileno tienen fijado su presupuesto sobre base anual en la ley de presupuestos.³³

En relación a este punto, la Comisión Desormeaux recomendó dotar a las agencias regulatorias de un cierto grado de *autonomía presupuestaria*, de forma que la nueva institucionalidad no se vea restringida en el ejercicio de sus atribuciones, ni en su autonomía, por limitaciones presupuestarias. En concreto, la Comisión recomendó:

1° Que el presupuesto de los reguladores se financie con una tarifa regulatoria, objetiva y legalmente definida, de cargo de las entidades reguladas, y

2° Que dicha tarifa sea ajustada quinquenalmente por el Consejo de Estabilidad Financiera-CEF (cuyas características y atribuciones se analizan más adelante), bajo parámetros establecidos por ley, lo que en opinión de la Comisión le daría estabilidad al presupuesto, protegiendo la autonomía de las comisiones.

30 Ver Jacobzone, op. cit., p.101.

31 Ver Quintyn, op. cit., p. 15.

32 *Ibíd.*, p.16.

33 Con la particularidad del caso de la SBIF, en que, pese a lo dispuesto en los artículos 8° y 9° de la Ley General de Bancos, que establecen que los recursos para el funcionamiento de la misma son de cargo de las instituciones fiscalizadas, cerca del 75% de los recursos aportados por la industria bancaria para este fin son anualmente traspasados a rentas generales de la Nación bajo la forma de excedentes de caja de los servicios e instituciones incluidos en la Ley de Presupuestos. Así, por ejemplo, para el año 2011, del total aproximado de USD\$64,3 millones que recibió la SBIF por parte de los bancos, alrededor de un 76% (US\$49 millones) fueron traspasados a Rentas Generales bajo la Ley de Presupuestos. Ver http://www.estrategia.cl/detalle_noticia.php?cod=38022

2.2. Problemas relacionados con la “arquitectura de la supervisión”

2.2.1. Modelos de arquitectura de la supervisión

En general, en relación con la arquitectura de la supervisión financiera se suelen distinguir al menos cuatro modelos: (i) El modelo institucional, por silos o industrias, (ii) el modelo por funciones (iii) el modelo de *Twin Peaks* y (iv) el modelo integrado o de supervisor único.³⁴

A continuación, se revisan los aspectos principales de cada uno de estos modelos de arquitectura de la supervisión financiera:³⁵

i) El *modelo institucional*, por silos o industrias, es el modelo estándar y uno de los más difundidos en el mundo, y estructura a los supervisores de acuerdo al estatus legal de los sujetos regulados. Así, la supervisión financiera contempla una estructura regulatoria para bancos, compañías de seguros, administradoras de fondos de terceros, emisores de valores, intermediarios y bolsas. Algunos países que aplican este tipo de enfoque regulatorio son Chile, Estados Unidos,³⁶ China, Hong Kong y México. Se suele señalar que este modelo no se hace cargo de la supervisión de conglomerados financieros y que puede ser fuente de descoordinaciones entre reguladores o de arbitrajes regulatorios, por la aplicación de regulaciones diversas a una misma actividad.

ii) El *modelo funcional* está determinado según el negocio que llevan adelante los sujetos regulados, sin importar su estatus legal, correspondiendo a cada tipo de negocio su propio regulador funcional. El modelo funcional de arquitectura de supervisión financiera tiene la ventaja de ser más eficiente y disminuir la posibilidad de arbitraje regulatorio. Sin embargo, no se hace cargo de los problemas de supervisión de conglomerados financieros, e implica el establecimiento de una estructura organizacional compleja y aparatosa, con múltiples reguladores.³⁷

34 The Group of Thirty, 2008, “The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace”, en Larraín, Guillermo y Larraín, Matías, op. cit., p. 18.

35 Un análisis más detallado de las características y ventajas de cada modelo de arquitectura de la supervisión financiera se puede encontrar en *ibíd.*, pp. 18-19.

36 El caso norteamericano es excepcional, ya que el enfoque por silos se complementa con el característica del enfoque integral. Adicionalmente, el nivel de complejidad de la estructura regulatoria de Estados Unidos es muy alto debido a la cantidad de organismos existentes a nivel estatal. Por esta razón, en el 2008 U.S. Treasury’s *Blueprint of a Modernized Financial Regulatory Structure* propuso transitar hacia un enfoque funcional en el largo plazo. Citado por *ibíd.*, p. 18.

37 Ver Banco Central de Chile, División de Política Financiera, *Informe Comisión de Supervisión Financiera: Análisis de las propuestas más relevantes*, Disponible en www.bcentral.cl

iii) El *modelo de Twin Peaks* implica un sistema de supervisión por objetivos, en que existen dos reguladores: uno a cargo de supervisar la solvencia de los agentes o sujetos regulados y otro a cargo de la supervisión de la conducta de los mismos. El modelo original de este tipo nació en Australia, pero hay varios países que lentamente se mueven en esa dirección, incluyendo a Francia y España.

iv) El *modelo integrado* implica la reunión, en un solo regulador, de las funciones de supervisión de solvencia y conducta de mercado de los sujetos o agentes regulados. Este modelo de supervisión fue implementado por primera vez en el Reino Unido en 1998. Hoy en día ha sido adoptado también por Bolivia, Colombia, Alemania, Japón y Suiza. Este modelo supone una mejor aproximación a la supervisión de conglomerados financieros y la eliminación de potenciales arbitrajes regulatorios. Sin embargo, al tener a su cargo la supervisión de objetivos múltiples, el modelo Integrado puede exponer al regulador a eventuales de conflictos.

2.2.2. Lecciones regulatorias de la crisis financiera en relación con la arquitectura de la supervisión

La crisis financiera dejó en evidencia una serie de problemas relacionados con la arquitectura de la supervisión financiera de aquellas jurisdicciones organizadas bajo el modelo de supervisión institucional (por silos o industria). En primer lugar, la crisis develó la ineptitud para hacerse cargo de la regulación de conglomerados financieros. En segundo término, puso en evidencia la falta de una estructura regulatoria idónea que permitiera enfrentar adecuadamente los problemas de riesgo sistémico asociados a crisis o periodos de estrés. Y, en tercer lugar, demostró la insuficiencia del *disclosure* como eje regulatorio del sistema de supervisión financiera no bancaria.

En cuanto a los problemas relacionados con la supervisión de conglomerados financieros, la crisis financiera evidenció que los sistemas de supervisión basados en el modelo institucional (por silo o industria) carecían de (i) estándares uniformes para la supervisión de esos grupos y de (ii) instancias adecuadas y regulares de coordinación entre reguladores para monitorear y controlar el riesgo sistémico, operacional y financiero asociado a estos grupos.³⁸ Asimismo, la crisis dejó al descubierto (iii) la incapacidad de los regula-

³⁸ Brown, Elizabeth, "The New Laws and Regulations for Financial Conglomerates: Will They Better Manage the Risks than the Previous Ones?", en *American University Law Review*, Vol. 60, 2, 2011, p. 19.

dores para advertir y entender esos riesgos con una mirada global del negocio financiero y no segmentado por industrias en particular y su ineptitud para hacerse cargo del rápido crecimiento y de la alta concentración de la industria de servicios financieros en general, que permitieron a muchos de esos grupos alcanzar tamaños tan desmedidos que se hicieron demasiados grandes para dejarlos caer (“*to big to fail*”), obligando a muchos gobiernos a diseñar cuantiosos planes de salvataje, con todos los problemas de riesgo moral que ello implica.³⁹

Asimismo, aunque estrechamente vinculado a lo anterior, la crisis financiera demostró también que la lógica regulatoria que utiliza la arquitectura de la supervisión financiera basada en el modelo institucional (por silos o industrias) para supervisar y regular el sector financiero no bancario no puede descansar exclusivamente en el *disclosure*.⁴⁰

En efecto, el modelo regulatorio del mercado financiero no bancario se funda casi exclusivamente en la capacidad de los inversionistas para realizar su propia estimación y análisis riesgo/retorno asociado a una determinada inversión, sobre la base de la información que los emisores de valores divulgan constantemente al mercado. En ese contexto, al sistema regulatorio le corresponde proveer las condiciones necesarias para que toda la información relevante que pueda afectar la decisión de invertir se encuentre disponible para todos los inversionistas de manera igualitaria y oportuna. Sobre las empresas que buscan financiamiento en el mercado (el emisor de los valores) pesa el deber de divulgar al público (al mercado) toda la información sobre sí mismo, sus valores y negocios de un modo veraz, suficiente y oportuno. Y sobre los

Disponible en <http://digitalcommons.wcl.american.edu/aulr/vol60/iss5/2>

39 Ibid.

40 El *disclosure*, o la obligación de divulgar información al mercado, es la metodología que el derecho del mercado de valores ha escogido como la principal herramienta para velar por la existencia de un mercado eficiente. El razonamiento que subyace a esta predilección por la información es que los inversionistas son protegidos de manera idónea únicamente si todos los aspectos relevantes de los títulos o valores en transacción han sido total y correctamente revelados. El *disclosure* total, se asume, provee a los inversionistas de la oportunidad para evaluar el mérito y el riesgo de una inversión y, en el caso de inversionistas con un mayor grado de sofisticación, de defenderse por sí mismos. De este modo, el modelo regulatorio del mercado financiero descansa en la capacidad de los inversionistas para realizar su propia estimación y análisis riesgo/retorno asociado a una determinada inversión, debiendo el sistema regulatorio proveer las condiciones necesarias para que toda la información relevante que pueda afectar la decisión de invertir se encuentre disponible para todos los inversionistas de manera igualitaria y oportuna. Sobre el emisor de los valores pesa el deber de divulgar al público (al mercado) toda la información sobre sí mismo, sus valores y negocios de un modo veraz, suficiente y oportuno. Y, sobre los demás agentes que participan en el mercado, esto es, intermediarios, bolsas, inversionistas y medios de comunicación, entre otros, pesa la obligación de no distorsionar, falsear, adulterar ni presentar de un modo falso, tendencioso o interesado esa información. Ver Larraín, Guillermo y Larraín, Matías, op. cit., p. 10.

demás agentes que participan en el mercado –esto es, intermediarios, bolsas, inversionistas y medios de comunicación, entre otros– pesa la obligación de no distorsionar, falsear, adulterar ni presentar de un modo falso, tendencioso o interesado esa información.⁴¹

Con todo, la regulación aplicable al sector financiero no bancario contempla mecanismos muy limitados para enfrentar problemas de liquidez, solvencia y riesgo sistémico que pueden gatillarse como consecuencia de una crisis de alta intensidad respecto de sujetos regulados que nos son bancos.⁴² Como asegura el Profesor Steven Schwarcz, cuyas opiniones fueron recibidas por la Comisión Desormeaux, el *disclosure* por sí solo es inadecuado para prevenir una crisis sistémica, especialmente si es de la magnitud de la que tuvo lugar en 2007, en la medida que el sistema está diseñado para que los inversionistas obtengan utilidades a partir del uso que hagan de la información divulgada, aun cuando con sus acciones afecten la seguridad o salud del sistema financiero en general.⁴³

2.2.3. Propuestas de la Comisión Desormeaux en relación a la “arquitectura de la supervisión”

En sintonía con el diagnóstico anterior, especialmente con las debilidades del modelo institucional (por silo o industria) que quedaron en evidencia con ocasión de la última gran crisis financiera, la Comisión Desormeaux recomendó adoptar un modelo de *Twin Peaks* o de supervisión por objetivos, que agrupe las tareas de supervisión y regulación financiera en dos grandes áreas: (i) la supervisión de solvencia, a cargo de una Comisión de Solvencia (CS), y (ii) la supervisión de conducta de mercado, a cargo de una Comisión de Conducta de Mercado (CCM).

Para la Comisión Desormeaux, la CS debería reunir la actual SBIF y la Intendencia de Seguros bajo un solo órgano regulador, cuyo objetivo sería promover la estabilidad y solvencia de las instituciones financieras bajo fiscalización. Para ello, recomendó que la CS herede las facultades de la SBIF y de la Intendencia de Seguros en lo que se refiere a regulación de solvencia y supervisión de instituciones financieras.

41 *Ibíd.*

42 Ver Schwarcz, Steven, “Protecting Financial Markets: Lessons from the Subprime Mortgage Meltdown”, en *Duke Law School Legal Studies*, Research Paper Series N°175, 2007, p. 14. Disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1056241

43 *Ibíd.*

Aunque la lógica regulatoria es muy similar, la Comisión decidió no incorporar a la CS al regulador del sistema de pensiones, esgrimiendo para ello la profunda modificación de que fue objeto el sistema de pensiones en 2008, en que a la SP le fueron conferidas atribuciones en materia de supervisión del pilar solidario del sistema de pensiones y competencias respecto de los Administradores del Fondo de Cesantía, materias que, si bien pueden ser de resorte financiero, pertenecen más bien al ámbito de la seguridad social.⁴⁴

Asimismo, y pese al rol de supervisión de solvencia y conducta de mercado que actualmente ejerce la SUCESO respecto de las llamadas Cajas de Compensación de Asignación Familiar, autorizadas por ley a participar en el mercado del crédito, la Comisión no se pronunció respecto al futuro de esta superintendencia ni a la supervisión de este cada vez más relevante segmento de la industria crediticia no bancaria.⁴⁵

De acuerdo con las recomendaciones de la Comisión Desormeaux, la CCM se formaría con la intendencia de Valores de la SVS, más los elementos de conducta de mercado actualmente en la SBIF y la Intendencia de Seguros, además de la institucionalidad de defensa del consumidor financiero actualmente a cargo del SERNAC, reforzada con la entrada en vigor de la Ley N°20.555 sobre Protección de los Derechos de los Consumidores. El objetivo de la CCM sería promover la confianza en los servicios financieros y velar por su integridad, con el fin de proteger a los consumidores y asegurar el buen funcionamiento de los mercados financieros. Para ello, heredaría de la SVS las atribuciones y potestades relacionadas con la supervisión y regulación de mercados.

Finalmente, para abordar los problemas de riesgo sistémico asociados a la concentración del mercado financiero, la Comisión Desormeaux propuso la creación de un Consejo de Estabilidad Financiera (CEF), a cargo de velar por la integridad y solidez del sistema financiero. El CEF estaría integrado por el Ministro de Hacienda (quien lo presidiría), el Presidente del Banco Central de Chile (Banco Central) y los Presidentes de las tres nuevas Comisiones: CS, CCM y de Pensiones (CP). Para cumplir con su misión, el CEF estaría dotado básicamente de las siguientes atribuciones:

44 Con todo, la Comisión sí recomendó someter al regulador de pensiones a las reformas de “gobierno de la supervisión”, en el sentido de transformarla en un cuerpo colegiado dotado de mayores grados de independencia y autonomía desde el punto de vista político, normativo, fiscalizador y presupuestario.

45 Véase Larraín, Guillermo y Larraín, Matías, op. cit., p. 19.

- i) Tendría un rol preventivo, identificando, supervisando y mitigando los riesgos para la estabilidad financiera.
- ii) Formalizaría la coordinación entre agencias regulatorias para evaluar y manejar el riesgo sistémico
- iii) Podría elaborar y recomendar políticas que contribuyan a la macro estabilidad financiera, estableciendo para ello: (a) requerimientos contra cíclicos de capital y garantías, ponderaciones variables de reservas y castigos en función del riesgo; (b) límites al endeudamiento y provisiones de riesgo prospectivas; (c) requisitos de liquidez y límites a la concentración de activos en sectores específicos; (d) límites a la deuda exigible en el corto plazo, normas para limitar el riesgo de contraparte y niveles de *disclosure* o información mínimos en los estados financieros; y (e) requisitos mínimos de sistemas de respaldo y de *backoffice* y normas operacionales.
- iv) Podría recomendar la incorporación de nuevos sectores o instrumentos al perímetro regulatorio, si estimase que esos instrumentos o sectores representan un peligro para la estabilidad financiera.
- v) En caso de crisis, de manera de limitar su propagación y evitar que afecte al resto de la economía, coordinaría las acciones de los organismos reguladores, del Banco Central y del Ministerio de Hacienda, pudiendo recomendar la intervención de una institución cuyo colapso financiero pudiera provocar riesgo sistémico. Esta intervención podría consistir en la extensión de créditos de corto plazo, adquisición de activos o la liquidación ordenada de la entidad. A su turno, el Banco Central estaría facultado para extender créditos de urgencia o adquirir activos del sector financiero no bancario si su colapso representara un riesgo sistémico. Tal como los bancos, estas instituciones estarían sujetas a un sistema de liquidación ordenada, la que, para evitar temas de riesgo moral, debería contemplar severos castigos para los inversionistas y acreedores de la institución afectada.

En cuanto al funcionamiento y distribuciones de poderes al interior del CEF, las decisiones de este se adoptarían por mayoría simple, salvo cuando comprometiesen recursos fiscales o la autonomía del Banco Central, en cuyo caso el Ministerio de Hacienda y el Banco Central tendrían poder de veto.

En relación a esto último, para la Comisión Desormeaux, las decisiones del CEF no afectarían la independencia de los reguladores sectoriales, salvo en materias que afecten la estabilidad financiera, en cuyo caso debería darse prioridad a la macro estabilidad financiera por sobre los objetivos de solvencia y conducta de mercado correspondientes a cada regulador. Aun más, la Comisión Desormeaux recomendó que en caso de ambigüedad en la interpretación de una norma de importancia sistémica, el CEF pudiera establecer la interpretación definitiva, con efecto vinculante sobre los reguladores.

Esta es quizás una de las recomendaciones más relevantes de la Comisión Desormeaux en materia de arquitectura de la supervisión financiera, pues, frente a decisiones regulatorias que puedan poner en riesgo la estabilidad macroeconómica, recomendó que el elemento concluyente sea la protección de esta última, aun cuando ello importe sacrificar la protección del consumidor o, eventualmente, la posibilidad de imponer una sanción a un determinado agente por una conducta abusiva.

Aunque entre los economistas existe relativo consenso en cuanto a la lógica detrás de una política como esta, el desafío para el derecho constitucional y administrativo de encuadrar un razonamiento como este con el sistema legal no parece ser un tema pacífico en otras jurisdicciones.⁴⁶

3. Lo que recogió el Gobierno de las recomendaciones de la Comisión Desormeaux: Gobierno de la supervisión y la instalación de facto del CEF

Pese al esfuerzo desarrollado por la Comisión Desormeaux y a la contundencia de la gran mayoría de sus recomendaciones, el Gobierno decidió adoptar solo algunas de ellas. En efecto, en abril de 2011, un mes después de haber recibido el informe final evacuado por la Comisión Desormeaux, el Ministro de Hacienda presentó la agenda de reformas que serían implementadas a partir de sus recomendaciones.⁴⁷

⁴⁶ Ver *The New York Times*, "Some Ask if Bailout Is Unconstitutional". Disponible en <http://www.nytimes.com/2009/01/16/us/politics/16challenge.html>. Ver también Levy, Robert, *Is the bailout constitutional*, publicado en *Financial Times* el 20 de octubre de 2008. Disponible en <http://www.cato.org/publications/commentary/is-bailout-constitutional>

⁴⁷ Ver Ministerio de Hacienda: "Presentación de principales ejes de la Reforma al Sistema de Regulación y Supervisión Financiera". <http://www.hacienda.cl>

De dicha presentación se concluye que, del total de recomendaciones, el Gobierno decidió incluir en su agenda de reformas únicamente aquellas relacionadas con el mejoramiento de lo que hemos denominado gobierno de la supervisión y la instalación del CEF (de un modo legalmente discutible, según se analiza en seguida).

Sin embargo, y sin explicar públicamente las razones de su determinación, el Gobierno decidió dejar de lado la implementación de las recomendaciones relacionadas con el rediseño de la arquitectura de supervisión financiera.

En cuanto a las recomendaciones relacionadas con el mejoramiento del gobierno de la supervisión, el Gobierno se comprometió a enviar a tramitación legislativa (inicialmente en el segundo semestre de 2011, lo que fue luego postergado para el primer semestre de 2012) un proyecto de ley que transformaría las actuales SVS, SBIF y SP en Comisión de Valores y Seguros, Comisión de Bancos e Instituciones Financieras y Comisión de Pensiones, respectivamente. A la fecha no se han dado detalles públicos sobre las características de estas nuevas comisiones, pero suponemos que ellas deberían ir en la línea de las recomendaciones realizadas por la Comisión Desormeaux respecto a independencia política, normativa, de fiscalización y presupuestaria.

En cuanto a la instalación del CEF, el Gobierno decidió constituirlo por la vía administrativa⁴⁸ y evitar con ello la discusión política de sus fines, características y limitaciones en la arena legislativa. Razones para haber sometido la creación del CEF a la aprobación del Congreso Nacional sobran, pues en él se fijan nuevas funciones (como la de velar por la estabilidad del sistema financiero) y se consagran nuevas atribuciones a órganos públicos, como las siguientes:

- solicitar información a la SVS y SBIF;
- identificar y evaluar riesgos sistémicos;
- proponer a SVS y SBIF procesos de supervisión específicos y la entrega de sus resultados al propio CEF;
- proponer a las agencias a la SVS y SBIF solicitar información a determinados agentes de la industria financiera, la cual será compartida de acuerdo con el artículo 18 bis de la Ley General de Bancos, esta última vigente desde 2007, pero con el propósito de permitir una suerte de supervisión de conglomerados entre los re-

⁴⁸ Decreto Supremo N°953, de 11 de julio de 2011.

guladores financieros y otorgar una base legal al funcionamiento del llamado Comité de Superintendentes.⁴⁹ En este caso, además, si la información solicitada fuese secreta o reservada, ella sería compartida con los miembros del Consejo (incluido el Ministro de Hacienda) de acuerdo con las reglas que regulen su entrega y divulgación.

En el propio Decreto Supremo constitutivo del CEF se reconoce expresamente que los reguladores financieros sectoriales, esto es, la SVS y la SBIF, “no tienen la obligación de velar por la estabilidad del sistema financiero”, cuestión que confirma la idea de que, por tratarse una nueva función pública, debiese tener sus aspectos esenciales o de base fijados en una ley.

Pero más preocupante aun es el retroceso que la instalación de facto del CEF implica en términos de la tan esperada autonomía de los reguladores financieros y en materia de gobierno de la supervisión, toda vez que, por la vía administrativa y sin mediar autorización legal previa mínima, se ha abierto la posibilidad de que el Ministro de Hacienda, autoridad eminentemente política, pueda acceder a información reservada obtenida por los reguladores como resultado de un proceso de fiscalización particular.

De hecho, la norma de la Ley de General de Bancos, citada como fuente legal habilitante para eventualmente permitir que información obtenida en un proceso de fiscalización sea compartida con otros reguladores, no incluye a las autoridades del Ministerio de Hacienda ni del Banco Central, precisamente para evitar el riesgo de injerencia política y proteger la independencia de fiscalización de los reguladores financieros.

Ahora bien, los redactores del decreto supremo constitutivo han sido cuidadosos en enmarcar las potestades del CEF bajo la forma de “recomendaciones” o “propuestas” y no como decisiones coercibles. Pero eso es así en el texto y habrá que examinar con detalle qué materias se discuten y deciden al interior del CEF.

Es de esperar que, en el futuro próximo, el gobierno recoja las recomendaciones de la Comisión Desormeaux, tanto en materia de gobierno como de arquitectura de la supervisión, y decida legalizar la institucionalidad de facto que ampara actualmente al CEF, pues con ello introduciría probablemente la

49 Ver Larraín, Guillermo y Larraín, Matías, op. cit., p 20.

reforma más importante en nuestra institucionalidad económica y regulatoria desde 1925, cuando, como resultado de las recomendaciones realizadas por el Dr. Edwin Walter Kemmerer, fueron sentadas las bases del modelo de supervisión que nos rige en la actualidad.⁵⁰

50 *Ibíd.*, p.16.