



Exsuperintendentes Alejandro Ferreiro y Álvaro Clarke:

EL JUICIO DE DOS EXAUTORIDADES AL ROL DE LA CMF y a la regulación financiera en el caso Audio-Factop

Lideraron la entonces Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), que antecedió a la Comisión para el Mercado Financiero (CMF). Las exautoridades analizan la robustez de la actual regulación; abordan la pertinencia de endurecer la normativa y de regular a los *factorings* no bancarios, y se refieren al impacto que ha tenido el caso en el mercado financiero. • JESSICA MARTICORENA

Alejandro Ferreiro: "Sobrerregular los *factorings* puede terminar perjudicando el flujo del crédito"

Abogado y ex titular de la Superintendencia de Valores y Seguros entre mayo de 2003 y marzo de 2006, Alejandro Ferreiro hoy es vicepresidente de Chile Transparente, director de empresas y de fundaciones. Entra al debate sobre el rol del regulador en el llamado caso que remeça a los ámbitos económico, financiero y político.

—¿Este caso deja en evidencia alguna falla en la regulación o supervisión financiera?

"Me parece que no. Cada vez que hay una infracción a una norma, no podemos asociarla a una falla en la norma o en la supervisión de la norma. Aquí no advierto que haya una omisión evidente, que sea un caso de falla en la supervisión ni en la regulación. No me parece que haya una falla en el desempeño de la CMF".

—La CMF conoció la existencia del audio cuatro meses antes de filtrarse y ante la fiscalía reconoció que hubo gestiones ante el comisionado Augusto Iglesias, respecto de la corredora STF. ¿Genera dudas?

"Hasta el momento, no se ve que la CMF haya actuado a destiempo ni que haya sido penetrada en la red de corrupción; aparecen intentos de llamados y gestiones, que no fueron conducentes. Es la gracia del sistema colegiado que tiene la CMF, porque si alguien quiere corromper o influir, tiene que hacerlo a tres sobre cinco (comisionados), y eso es bien difícil. Son más vulnerables los sistemas unipersonales que los colegiados como éste".

—¿Y cómo se explica que una empresa que aparentemente operó por años con un esquema de defraudación, quede al descubierto por una filtración y no por un actuar de la institucionalidad reguladora?

"Cuando alguien conduce a exceso de velocidad, no es una falla de la norma ni de Carabineros. Es muy difícil mantener todas las conductas de todas las personas siempre en el marco de la norma, y no podemos asociar las desviaciones con una falla en la norma o en la supervisión. Es muy difícil que la supervisión sea tan estricta como para estar monitoreando cada conducta. Y si tuviéramos un tipo de supervisión así, tendríamos un mercado hiperrígido, ninguna capacidad de innovar ni de tomar decisiones, y podríamos pagar un precio muy caro por un exceso de control".

—Entonces la regulación operó bien.

"Después de cada escándalo, uno siempre busca un chivo expiatorio, un culpable o una falla regulatoria, no siempre es justa esa conclusión. No hay que sacar como conclusión que aquí hay que terminar con los *factorings*. Y es prematuro hacer un juicio respecto de qué falló en la regulación y qué falló en la supervisión. Hasta el momento, no me parece evidente que se justifique ir al Parlamento y buscar un cambio legal".

—Los *factoring* no bancarios, como Factop, no son regulados por la CMF. ¿Deben seguir así?

"Tenemos que mantener el eje en aquello donde se justifica la intervención del regulador financiero y no hay razón para extender el perímetro de supervisión de la CMF cuando no está afectada la fe pública.

Cuando hay una relación de crédito entre dos personas, el que tiene una factura y el que la compra, no hay una razón de fe pública para que el regulador le dedique tiempo y recursos a esa actividad. Los *factorings* prestan dinero, no captan dinero del público, como lo hace la banca, donde el 90% del dinero que prestan es de depositantes, y por eso la regulación es extraordinariamente estricta, porque hay una protección de la fe pública del ahorrente.

La regulación también es diferente cuando se emiten instrumentos de oferta pública, como acciones y bonos. El *factoring* es un préstamo entre el que tiene el capital y quien quiere descontar la factura, hay una relación bilateral donde hay un menor interés público involucrado y, por tanto, la regulación tiende a ser menos intensa".

—¿Hay que evitar una sobrerregulación?

"Sobrerregular los *factorings*, a un punto que disminuya su actividad, puede terminar perjudicando el flujo del crédito y el acceso al financiamiento de los proveedores a quienes no se les paga oportunamente".

—¿Pero no caemos en el otro extremo, te-



Alejandro Ferreiro, exsuperintendente de Valores y Seguros.

"Es prematuro hacer un juicio respecto de qué falló en la regulación y qué falló en la supervisión. Hasta el momento, no me parece evidente que se justifique ir al Parlamento y buscar un cambio legal"

ner manga ancha? De lo que se conoce hasta ahora, Factop operó en un esquema de defraudación con facturas falsas.

"Efectivamente parece una figura que puede entenderse como estafa, una máquina para producir liquidez a través de facturas que eventualmente no se iban a pagar. Eso constituye probablemente estafa o algún otro delito económico que habrá que acreditar y sancionar después.

Pero que las facturas se descuenten, es lo que hace la Bolsa de Productos, o que se descuenten en *factorings* tipo A o B, es parte fundamental del acceso al financiamiento en la actividad económica. Ojalá todo el mundo pague al contado o con transferencia bancaria, pero cuando eso no ocurre y se paga a plazo, hay estrechez de caja, el descuento del *factoring* es fundamental.

Hay que tener cuidado con una mirada que termine ahogando un sistema de financiamiento que es importante. Si debe ocurrir que quien acepta una factura, haga una correcta evaluación del riesgo de crédito".

—Hay otras aristas del caso, como el fondo administrado por Larrain Vial (LV) donde los ahorrentes se querrellaron contra LV, porque el vehículo fue afectado por las facturas falsas de Factop.

"Ante la querrela presentada, los tribunales deberán resolver si hubo dolo o negligencia grave (deslealtad) en la conformación del fondo compuesto por esas facturas. Los querellantes sostienen que LV sabía, o no podía menos que saber, que el riesgo de crédito de esas facturas era mayor que el revelado a los aportantes del fondo. Ese es el punto controvertido en este caso".

—¿Qué se puede mejorar ahí?

"Cuando un administrador de fondos constituye un activo para inversión y lo ofrece al mercado, y parte del activo son facturas, el administrador tiene responsabilidad respecto de la transparencia de la información acerca de la calidad crediticia de esos activos y debe ser selectivo en verificar que esos activos tengan un riesgo de crédito adecuado. Y ese tema hay que mirar".

Álvaro Clarke: "El mercado sigue funcionando bien, no estamos frente a un problema sistémico"

Economista y exsuperintendente de Valores y Seguros en el gobierno de Ricardo Lagos, Álvaro Clarke hoy preside la clasificadora de riesgo ICR Chile, y entrega su mirada a la luz del caso Audio-Factop.

—¿La CMF actuó de manera diligente?

"Actuó dentro de los tiempos normales, adecuados, tomó las acciones que tenían que determinarse para no afectar el mercado. La CMF, a la corredora de bolsa STF y a Factop Corredores de Bolsa de Productos, les abrió investigación, fueron suspendidas sus operaciones de manera preventiva y luego canceladas, la institución funcionó. No estamos frente a un problema sistémico, son casos bien puntuales y el mercado sigue funcionando bien".

—La CMF conoció de la existencia del audio cuatro meses antes de que explotara públicamente. ¿Pudo haber actuado antes?

"Si se revisa el actuar de la CMF, cumplió razonablemente con todos los procedimientos y plazos por los cuales este tipo de materias son tratadas. La institución hoy es mucho mejor que en el pasado, de las mejores dentro del Estado".

—Y frente a estos casos, ¿cómo ha funcionado la regulación del mercado financiero?

"El mercado continúa funcionando de manera regular, no hay mayores efectos en las decisiones de los agentes económicos, la fe pública sigue intacta y el país con esto no va a tener mayor problema, salvo estos casos puntuales que afectan más bien a un grupo pequeño de involucrados, porque han cometido ilegalidades, y un grupo pequeño también de afectados. El mercado y las instituciones están funcionando bien, acá no estamos frente a un problema sistémico o que genere un contagio masivo".

—¿Cómo se explica que haya empresas que durante años aparentemente operaron con esquemas fraudulentos sin ser detectadas a tiempo? ¿Hay un vacío legal?

"La infalibilidad no existe. Esto ocurre en todas partes del mundo, en mercados mucho más grandes, en países sofisticados, con reguladores que tienen muchos más recursos. Que el mercado funcione bien no

implica que no existan situaciones específicas o puntuales que impliquen que las entidades encargadas de supervisar tengan que intervenir y aplicar medidas sancionatorias si corresponden. Acá estamos hablando de una situación relativamente pequeña y bien focalizada".

—¿Las herramientas son suficientes? ¿Funcionan las alertas?

"Las instituciones fiscalizadoras están cumpliendo una función pública, la sociedad invierte en ellas y gasta recursos, y eso hace que su perímetro de acción se circunscriba a determinadas áreas donde se afecten los objetivos que la sociedad considera importantes para el desarrollo y adecuado funcionamiento de los mercados. En este caso, eso no ha sucedido".

—Los *factoring* no bancarios, como Factop, no están en el perímetro de regulación de la CMF. ¿Deberían estarlo?

"No hay que perder de vista que los recursos son escasos y las necesidades son múlti-

ples, y en algún punto el rol del Estado termina. Los recursos de fiscalización deben enfocarse y focalizarse donde están los riesgos más altos, es decir, aquellos que puedan dañar el funcionamiento del mercado, en áreas donde el impacto que tenga algún comportamiento indebido afecte sustancialmente los objetivos fundamentales o estratégicos del sistema financiero. Si no se afecta la fe pública, es difícil justificar el destino de más recursos públicos en actividades fiscalizadoras. Como aquí no ha habido un efecto sistémico, uno puede concluir que las cosas han funcionado relativamente bien. Ahora, había entidades que sí estaban bajo el perímetro regulatorio, como la corredora de bolsa STF y Factop Corredores de Bolsa de Productos".

—Pero no el negocio de *factoring*.

"Por qué tendrían que ser regulados, por qué el Estado tiene que involucrarse en este rol. Para el caso de las filiales bancarias hay fundamentos teóricos y prácticos que hace que estas entidades tengan que estar dentro del perímetro regulatorio, lo mismo respecto del mercado de valores y del mercado de seguros. Pero nadie pretende que el Estado esté regulando todas las actividades económicas, y la mejor prueba es que aquí no se ha afectado la fe pública".

—Inversionistas fueron perjudicados.

"Aquí no ha habido ninguna alteración relevante como efecto de estas actividades. El concepto de supervisión basada en riesgo implica monitorear eventuales situaciones que pueden tener efectos estratégicos importantes en el mercado, es parte del uso eficiente de recursos públicos. Y es lo que se ha hecho.

Respecto de los inversionistas calificados, también el rol del Estado es mucho menor, porque se entiende que esos actores tienen la capacidad para monitorear por sí mismos sus inversiones y los instrumentos u organizaciones que les prestan servicio. Cuando se trata de situaciones complejas entre actores calificados, hay que entender que esos actores tuvieron la suficiente capacidad para analizar en qué colocaban sus recursos, y ahí el rol del Estado es mucho menor".

—¿Los *factoring* no bancarios no tienen importancia estratégica?

"No tienen la importancia de un *factoring* bancario que emite valores en el mercado y por eso están bajo supervisión. Cuando no se afecta la fe pública o la solvencia de las entidades bajo fiscalización, la importancia relativa disminuye mucho".

—Tampoco son prestamistas informales, operan formalmente en el mercado.

"Para justificar el rol del Estado, involucrarse en temas regulatorios y de fiscalización, se requiere un análisis más profundo".



Álvaro Clarke, exsuperintendente de Valores y Seguros.