

ABSTRACTO

BRASIL

TC-

BR

Título del proyecto: Modernización y Fortalecimiento institucional de la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM).

Número del proyecto:

Equipo de proyecto: Felipe Gómez-Acebo (RE1/FI1)

Prestatario: Comisión de Valores Mobiliarios

Organismo ejecutor: Comisión de Valores Mobiliarios

Plan de financiamiento:	FOMIN:	US\$	2 Millones
	Aporte Local:	US\$	2 Millones
	Total:	US\$	4 Millones

I. ANTECEDENTES

- 1.1 En los últimos siete años, Brasil ha iniciado y promovido una serie de transformaciones en su escenario económico encaminadas a la consolidación de un crecimiento sostenido. Dentro de este marco destaca el fortalecimiento y desarrollo de los mercados de capitales. Brasil ha considerado que la existencia de unos mercados primarios y secundarios ágiles y profundos, como alternativa sana a la financiación bancaria, es condición necesaria para: 1) la asignación del ahorro de empresas y particulares hacia la inversión productiva y 2) la disminución del costo de capital de dichas empresas. Ambos elementos son claves en la financiación del crecimiento económico del país como instrumento principal en la consecución de un desarrollo sostenido.
- 1.2 En este sentido, Brasil destaca la importancia de la existencia de un buen regulador/supervisor por considerar que es uno de los elementos de esenciales de la competitividad de un mercado y el único en el que el sector público tiene incidencia directa e indiscutible. La actuación de un buen regulador/supervisor es requisito inexcusable para que las reglas de juego en las que el sector privado desarrolla su actividad sean claras y los mercados fructifiquen.
- 1.3 La Comisión de Valores Mobiliarios (CVM), como agencia responsable de la supervisión y desarrollo de los mercados de capitales en el país, ha venido promoviendo una serie de reformas que han conformado una agenda prioritaria basada en cuatro puntos, a saber:
 - Regulación de protección de accionistas minoritarios (Proyecto de Ley 3115);

- Incremento de la transparencia informativa (armonización de la normativa contable con los correspondientes estándares en la materia -IASC o US GAAP- Proyecto de Ley 3741);
 - Desarrollo de la cultura asociada a un buen gobierno corporativo en el país;
 - Mejora en la aplicación consistente de lo regulado (o capacidad de “enforcement”).
- 1.4 En este sentido, CVM ha trabajado conjuntamente con el Congreso de la Nación en la reforma de la Ley de Sociedades Anónimas (Ley 6404) así como de la Ley reguladora de la propia CVM (Ley 6385) en el mencionado Proyecto de Ley 3115 que, una vez aprobado llevará consigo beneficios asociados a la mencionada protección de minoritarios y un mayor poder para el organismo regulador. El pasado 23 de Marzo, la Cámara de Diputados aprobó el texto propuesto en dicho Proyecto de Ley y se espera el Senado haga lo propio en plazo breve.
- 1.5 En este contexto, en paralelo con el proceso descrito e incluso antes de la aprobación mencionada, CVM ha iniciado un proceso de modernización interna, organizativa, técnica y jurídica de cara a poder hacer frente a sus nuevas responsabilidades. Dentro de este proceso destacan dos piezas fundamentales, la revisión y adaptación del conjunto de la normativa emitida por el organismo a la nueva legislación y la revisión de los métodos y procedimientos asociados a la capacidad de “enforcement” del mismo. En ambas áreas son necesarios recursos adicionales tanto desde el punto de vista técnico como jurídico.
- 1.6 A pesar de los esfuerzos realizados, existen deficiencias importantes tanto en el número de funcionarios (actualmente existen en CVM un total de 13 abogados) como del nivel de capacitación técnica del conjunto del cuerpo. Así, en un momento en el que se le van a exigir a CVM afrontar nuevos desafíos asociados a la modernización del mercado, la organización se encuentra con una base insuficiente para ello. El problema ha sido enfocado desde un doble punto de vista plateándose un “outsourcing” temporal de recursos técnico/regulatorios y diseñando un sistema que permita elevar los indicadores de productividad de la Comisión.

II. BENEFICIARIOS DEL PROYECTO

- 2.1 El beneficiario directo del Proyecto sería la propia CVM que ganaría en capacidad, agilidad y eficiencia en el desempeño de sus funciones. En concreto un organismo activo y fortalecido es garantía de transparencia en las actuaciones de mercado de emisores e intermediarios y de protección de los derechos de inversores o accionistas minoritarios. Ambos requisitos son imprescindibles para que los mercados cumplan su función de financiación de las compañías en régimen de oferta pública posibilitando así un crecimiento económico sostenido. En este sentido, serían beneficiarios indirectos del Proyecto tanto ahorradores y empresas que buscan o recaban ahorro público en los mercados como el conjunto del país.

III. OBJETIVOS, COMPONENTES Y ACTIVIDADES DEL PROYECTO

A. Primer objetivo - Adaptación y reconstrucción del marco regulatorio de la Comisión de Valores Mobiliarios.

- 3.1 Como consecuencia del nuevo régimen legal mencionado, es necesario proceder a la adaptación del marco regulatorio. CVM considera que sería recomendable empezar a trabajar en paralelo con la tramitación de la nueva legalidad en el Senado pues, legalmente, la reglamentación de la misma ha de estar aprobada en un plazo de 120 días y las adaptaciones a efectuar afectan aproximadamente 20 instrucciones reglamentarias. Adicionalmente, y como consecuencia de la ampliación del campo de actuación de CVM, sería necesaria la elaboración de nueva reglamentación que incorpore los nuevos principios regulados desarrollando el correspondiente articulado. CVM considera que en dicho proceso de adaptación habría de buscarse la mayor simplicidad posible en la técnica legal de soporte.
- 3.2 Componentes. De cara a realizar dicha adaptación, CVM tiene identificados como componentes: 1) el análisis de las mejores prácticas internacionales en cada uno de los temas objeto de las mismas, 2) la armonización, en la medida de lo posible, la reglamentación correspondiente con las legislaciones de Argentina y Chile (en este sentido, está empezando a trabajar con las respectivas Comisiones y Superintendencia de cara a buscar soluciones equivalentes para los problemas comunes) y 3) la redacción de las normas en concreto.
- 3.3 Actividades. Las actividades se centrarían en la contratación de una consultoría externa que debería trabajar principalmente sobre las instrucciones siguientes:

<i>Instrucciones nº</i>	<i>Plazos</i>	<i>Departamentos Involucrados</i>
10	año 1	SDM/PJU/SEP
13	año 1	SDM/PJU/SRE
31	año 1	SDM/PJU/SRS/SEP
69	año 2	SDM/PJU/SEP
89	año 2	SDM/PJU
115	año 2	SDM/PJU
202	año 2	SDM/PJU/SEP/SMC
225	año 1	SDM/PJU/SRE
299	año 1	SDM/PJU/SRE
345	año 1	SDM/PJU/SRE
Private Equity	año 1	SDM/PJU/SIN
220 de la BMF (Bolsa de Mercadorías y Futuros)	año 1	SMI
Fondos de Inversiones	año 1	SIN
Commodities	año 1	SMI
Clearings	año 1	SDM/PJU/SMI
168 de la Renta Fija	año 1	SMI
Consultores de Inversiones	año 1	SIN
Demostraciones Financieras y Contables	año 1	SNC
Alienación de Control	año 2	SDM/PJU
Proceso Administrativo Sancionador	año 2	SDM/PJU

- 3.4 Serían asignados US\$ 1.000.000,00 para este objetivo.

B. Segundo objetivo - sistema de apoyo a la transparencia.

- 3.5 *Primer componente.* A pesar de lo anterior, los cambios introducidos en la normativa legal y las correspondientes adaptaciones a las que se ha hecho referencia aconsejan abordar una reforma pendiente en la organización de CVM. Efectivamente, la Comisión de Valores Mobiliarios actualmente carece de un sistema adecuado que permita a su personal utilizar ágilmente el conjunto de la normativa en vigor mediante los correspondientes buscadores que faciliten la clasificación y búsqueda, por materias y asuntos, de las distintas reglas en vigor. Por ello, y como complemento del punto anterior, CVM tiene intención de construir dicho sistema y formar a su personal en el manejo del mismo. Con el mencionado sistema está prevista la digitalización e indexación por asunto tanto de la legislación y regulación existente en la materia objeto de competencia de CVM como de sus principales interpretaciones legales¹.
- 3.6 *Segundo componente.* El mencionado Sistema de Apoyo a la Transparencia estaría diseñado con un segundo pilar complementario al explicado con el que comparte objetivos y rasgos técnicos pero encaminado a soportar información financiera. Efectivamente, al igual que en lo que a la normatividad se refiere, CVM carece actualmente de un sistema que permita la consulta y búsqueda de la información de la que CVM es depositaria por imperativo legal respecto de la información financiera que las empresas emisoras están obligadas a entregar al mercado. La disponibilidad de información suficiente, veraz, precisa y oportuna sobre los valores comercializados es un principio esencial de transparencia asumidos por todos los mercados modernos. Dicha información puede referirse a las propias empresas, su situación económico-financiera, a los hechos relevantes que pueden afectarles, al control de su capital y a las operaciones que realicen con sus propios valores. Atendiendo al momento en que se produce y a su frecuencia, se distingue entre información inicial (relativa a la emisión de valores y a las OPV), periódica (aplicable a las empresas cotizadas) e informaciones puntuales.
- 3.7 Así, desde el punto de vista de CVM, el conjunto de esta información está actualmente contenida en tres Registros, a saber, de Emisores, de Distribuciones Públicas de Valores Mobiliarios y de Operaciones Especiales². Son características de la información recogida en los mismos 1) el ser la base sobre la que debe descansar la transparencia del mercado 2) ser masiva en cantidad y cambiante en el tiempo, 3) requerir de un control de calidad adecuado y 4) estar en íntima relación con la protección de accionistas minoritarios e inversores. Por ello, y como ocurría en 4.2.1, CVM estima imprescindible, sobre la base de dichos registros, construir dicho sistema y formar a su personal en el manejo del mismo una vez esté actualizado y convenientemente “aggiornado” su marco regulatorio.
- 3.8 *Tercer componente.* El estado actual de la tecnología permite que una herramienta diseñada con fines internos pueda ser, asimismo, utilizada por agentes externos a

¹ “Pareceres de Orientacao” y “Decisoes do Colegiado”

² Actualmente, están listadas un total de 1017 compañías abiertas en la Comisión de Valores Mobiliarios, las cuales publican sus informaciones financieras trimestralmente (ITR) y anualmente (IAN). Sin embargo, el universo de las entidades regladas por CVM representa un total de 13.547 entidades.

CVM y actuar como vector de transparencia en los mercados. En este sentido, está previsto que el sistema mencionado en el punto 4.2.1 y 4.2.2 esté a la disposición de cualquier usuario de internet de manera que cualquier inversor o compañía pueda buscar y tener acceso tanto a la normativa concreta en la que esté interesado como a la información financiera de base sobre las compañías en oferta pública. La realización de los correspondientes análisis funcionales determinaría cuales son las áreas del Sistema de Apoyo a la Transparencia que quedarán reservadas al exclusivo uso de CVM respecto de informaciones en ellas contenidas.

- 3.9 En *síntesis* mediante los tres componentes del *Sistema de Apoyo a la Transparencia*, CVM busca mejorar la aplicación de la ley, incrementar la transparencia del conjunto del mercado y facilitar el acceso a consultas. Adicionalmente, asimismo busca disminuir sus costes y el personal dedicado al efecto en contacto directo con el público.
- 3.10 *Actividades.* Las actividades de este segundo objetivo son comunes a sus tres componentes y consistirían, en primer lugar, en las propias de un proyecto informático desde el punto de vista de software (análisis funcional, programación, Beta y Alfa tests, ...) y desde el punto de vista hardware. Respecto de éstas, es prematuro, mientras no se realicen los correspondientes análisis funcionales, determinar la posible necesidad de nuevas plataformas hardware adicionales a las hoy existentes en CVM. En segundo lugar se encontrarían las correspondientes actividades de formación y entrenamiento en el nuevo sistema para sus usuarios de explotación y usuarios funcionales internos.
- 3.11 En principio, serían asignados US\$ 500.000,00 para este objetivo.

C. Tercer objetivo - cualificación de los participantes en el mercado.

- 3.12 Actualmente no existe en Brasil ninguna exigencia respecto de pruebas que los participantes en los mercados deban de pasar con el fin de 1) poder colocar valores mobiliarios entre el público en general, 2) ser administradores de cartera o gestores de patrimonios o 3) ser supervisores de “compliance”. A la fecha únicamente se exige estar inscrito en un registro de la propia CVM. Con objeto de poner fin a esta situación es intención de CVM instaurar un Sistema de Certificación.
- 3.13 *Componentes.* Serían componentes del mismo: 1) la fijación de las distintas categorías de personas habilitadas, 2) la redacción de la normatividad que fije los criterios a ser reunidos por cada categoría, 3) la elección de las universidades que vayan a realizar los exámenes en el futuro (al respecto, es intención de CVM que los exámenes sean realizados por agentes externos pero bajo la guía y supervisión de ésta) y 4) la redacción del conjunto de exámenes tipo idóneos para cada categoría.
- 3.14 *Actividades.* Respecto de dichos componentes se contrataría una consultoría de apoyo, caso de juzgarse necesario, que se basará en la experiencia internacional de países desarrollados que sigan dicha filosofía.
- 3.15 Serían asignados US\$ 500.000,00 para este objetivo.

IV. COSTO, FINANCIAMIENTO Y TIEMPO DE EJECUCIÓN DEL PROYECTO

- 4.1 El costo estimado del conjunto del proyecto se situaría en los cuatro millones de dólares de acuerdo con la tabla adjunta.

	VALOR (US\$ MILLONES)	%
Fuente Interna		
CVM	2,00	50
Subtotal		
Fuente Externa		
Fomín	2,00	50
Subtotal		
Coste Total	4,00	100

* tasa de cambio: R\$ 2,00/US\$

- 4.2 La duración del proyecto se estima de 30 meses para su ejecución y 36 para su desembolso.

V. ORGANISMO EJECUTOR

- 5.1 Sería organismo ejecutor del Proyecto la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM). Dentro de la misma sus distintas áreas, Superintendencia Administrativo Financiera, Superintendencia de Informática, Superintendencia de Registros de Empresas, Superintendencia de Orientación a los Inversores y Superintendencia de Inversores Extranjeros serían responsables de sus respectivos campos de actuación aunque el conjunto del proyecto quedaría bajo control de la Superintendencia General.

VI. JUSTIFICACIÓN DEL PROYECTO Y RESULTADOS PREVISTOS

- 6.1 A pesar del camino recorrido en la modernización progresiva de los mercados de capitales de Brasil, y del rol de la propia CVM en dichos cambios, la Comisión de Valores Mobiliarios es consciente que, según los últimos análisis internacionales realizados en el desarrollo de mercados emergentes, el vector de mayor importancia en el desarrollo de los mismos es la efectividad de su regulación y supervisión. Por ello, tiene la firme intención de tomar todas las medidas necesarias para conseguir que los mercados brasileños desempeñen eficazmente la función que les es propia y conseguir para Brasil un mercado moderno, competitivo y eficaz que sea capaz de ganarse el puesto que le corresponde en el mundo actual de mercados globalizados.
- 6.2 En este contexto, la adicionalidad del Proyecto sería clara. El Proyecto sería determinante tanto para la modernización de la regulación como para la mejora de la capacidad técnica y de sistemas de la Comisión de Valores en un momento clave tras el cambio de legislación de base. Asimismo, sentaría las bases de una mayor

profesionalización en la prestación de servicios por parte de agentes e intermediarios en el mercado de capitales.

- 6.3 Los resultados del Proyecto serían visibles a medio plazo. Es necesario distinguir entre los resultados mediatos y los inmediatos. Respecto de los primeros destacan: 1) el incremento de inversores finales en los mercados brasileños, 2)) el número de empresas nuevas a cotizar en los mercados brasileños y 3) la calidad de prestación de servicios financieros por los agentes del mercado. Respecto de los segundos destacan dos: 1) la calidad de la información a disposición del público y 2) los indicadores de productividad de la propia CVM.

VII. TEMAS PRINCIPALES

- 7.1 Los temas relevantes a tomarse en cuenta durante la preparación del proyecto serían: 1) determinar los resoluciones a ser adaptadas, los campos concretos en función de la nueva legislación y los principios a aplicar en el desarrollo de los mismos, 2) determinar las necesidades concretas en los respectivos campos de interés del Sistema de Apoyo a la Transparencia para poder realizar los correspondientes análisis funcionales, elecciones de plataformas adecuadas, programaciones pertinentes, etc.. y 3) determinar los sujetos o actores del mercado que van a ser requeridos para pasar las correspondientes pruebas, determinar los criterios de elegibilidad de éstas y el contenido de las pruebas correspondientes.
- 7.2 Está fuera de toda duda la capacidad institucional de la Comisión de Valores Mobiliarios brasileña en actuar de unidad ejecutora y beneficiaria del Proyecto dada la trayectoria de actuación de CVM en los últimos años. Otro tanto ocurre con la sostenibilidad de los resultados del mismo dada la definición del Proyecto y el nuevo régimen de financiación establecido en la nueva legislación.

VIII. RECOMENDACIONES DE LA REPRESENTACIÓN

- 8.1 La Representación apoya la propuesta presentada tanto por el impacto catalítico que las actividades propuestas pudieran tener en el mercado de valores como por su congruencia con las áreas principales de acción del Banco establecidas en el Documento de País y ratificadas durante la Misión de Programación efectuada en el mes de marzo del año en curso. Específicamente, el Documento de País resalta la necesidad de que el Banco apoye esfuerzos para mejorar la competitividad y con el proceso de modernización de la economía a través del fortalecimiento del sistema financiero.

IX. TIEMPO ESTIMADO DE PREPARACIÓN Y ANÁLISIS DEL PROYECTO

- 9.1 CVM ha venido trabajando en el diseño inicial del Proyecto. Aunque bastantes son los pasos ya dados es mucho el camino que queda por recorrer. Por ello se estima necesario disponer de 5 meses para completar el análisis de los distintos componentes

del Proyecto para su presentación al Comité de Donantes período en el que está previsto realizar dos misiones.

- 9.2 Los consultores a contratar podrán ser tanto nacionales como internacionales.