

La fusión de las Superintendencias Bancaria y de Valores: ¿una decisión apresurada?

CONSTANZA BLANCO BARÓN

Recientemente se conoció la decisión del gobierno nacional en el sentido de fusionar las superintendencias Bancaria y de Valores. Sin embargo, poco se ha oído en términos de las ventajas y desventajas que tal procedimiento acarrearía, ni de los argumentos en pro o en contra de una fusión o integración de los organismos de control del mercado de capitales. Este artículo constituye una invitación a reflexionar sobre el particular desde los objetivos de la supervisión del mercado de valores, planteando elementos para contribuir al necesario debate que debe darse en los círculos académicos y en el de los agentes del mercado, respecto de lo que se debería esperar al respecto.

Entre los argumentos a favor de una fusión que ha dado el gobierno nacional conocidos hasta el momento está el relacionado con la necesidad de disponer de mejores herramientas para realizar la supervisión comprensiva y consolidada de los

conglomerados financieros, que tienen influencia transnacional¹. Tal situación es paralela a una previsible reorganización del sector financiero en Colombia, que proviene de la inminente firma del tratado de libre comercio con Estados Unidos de Norteamérica, reorganización que iría en el sentido de establecer en el país la multibanca en forma plena, como forma de enfrentar la competencia internacional².

Dado que Colombia no es un país que se caracterice por la existencia de grupos financieros de los que hagan parte en forma importante las compañías de bolsa, el argumento claramente se dirige a enfatizar la necesidad de garantizar la sanidad de las entidades financieras. Al respecto, el peso relativo del patrimonio de las sociedades comisionistas bancarizadas corresponde a menos del 2% del patrimonio de sus accionistas pertenecientes al sector financiero, y por supuesto a un porcentaje aun menor que

el de los respectivos grupos a los que pertenecen³, lo que indicaría que no habría variación sobre la actual estructura de supervisar conglomerados, sin que esto quiera decir que una posible migración a la multibanca no signifique una potencial reorganización del sistema de comisionistas de bolsa.

Ahora bien, si se está considerando involucrar dentro del concepto de conglomerados a los emisores de valores del sector real que hacen parte de los grupos financieros, y sobre los cuales la Superintendencia de Valores ejerce control objetivo, no sobra recordar que lo que le importa al mercado, y por ende a las autoridades de supervisión, respecto de estos agentes, no son los sujetos como tales sino principalmente la información material para los inversionistas. Para estos participantes del mercado, los criterios de supervisión claramente se deberían enfocar en hacer posible que los inversionistas con diferentes posiciones frente al riesgo puedan tomar decisiones informadas.

Respecto de las sociedades comisionistas de bolsa, sería deseable que se termine de desarrollar la estructura de supervisión de lo que se denomina actualmente vigilados exclusivos de la Superintendencia de Valores, dado que estas firmas son las únicas que pueden desarrollar operaciones para terceros (mediante contratos de comisión)⁴. En efecto, un tema de gran realce y que merece toda la atención de las autoridades es el de la prevención y sanción de las conductas contra el mercado, por el potencial efecto dañino que las mismas tienen sobre la confianza del público, al mismo tiempo que el desarrollo de canales adecuados de información para los inversionistas que garanticen los estándares de protección requeridos en el ámbito internacional.

En este mismo sentido, las tesorerías bancarias incursionan actualmente en el mercado como intermediarios de valores en posición propia, sin que ni la entidad de supervisión ni el organismo autorregulador tengan las competencias para vigilarlos como sí las tienen para las comisionistas de bolsa, que pueden desarrollar la misma actividad. De esta forma, el tratamiento en lo que atañe a asuntos de disciplina y organización del mercado es disímil para los comisionistas de bolsa que para otros operadores bajo estructuras de control distintas, como es el caso de las entidades financieras, las tesorerías públicas y otros intermediarios de valores.

Aquí entra un segundo argumento planteado por el Gobierno nacional para justificar la fusión, como es la necesidad de establecer estructuras de control de riesgo en las operaciones de las entidades⁵. Dados los objetivos de sanidad y solvencia que tiene la regulación y supervisión del sector financiero, lo previsible es que una vigilancia integrada se enfoque en criterios prudenciales, dejando de lado los de protección del mercado⁶ y de los inversionistas, con lo que la fusión no es una respuesta a los objetivos de una supervisión adecuada del mercado de valores. Más aún, esta estructura dejaría por fuera a importantes jugadores en el mercado secundario de deuda como son las tesorerías de las entidades oficiales.

Lo que se requeriría es más bien determinar claramente las competencias en la prevención y sanción de conductas contra el mercado, y por esto la pregunta es, qué tiene prelación para el logro de los objetivos de la supervisión, si la necesidad de mejorar las herramientas de control de dichas conductas, o pretender economías de escala, totalmente plausibles, en dicha su-

pervisión. Parecería que la opción escogida fue la primera cuando se atiende a lo previsto en los dos proyectos de ley marco para el mercado de valores presentados recientemente, el último de los cuales actualmente hace trámite en el Congreso de la República, parece que con buen suceso.

De otro lado, no sólo no parece existir evidencia de que una fusión o integración de las superintendencias vaya a tener como resultado una mejor estructura de financiamiento para el sector real, sino que claramente no es el objetivo al plantear la integración de los organismos de control. Por el contrario, con dicha integración, se estaría acentuando una de las causas del bajo desarrollo del mercado, como es la ausencia de un marco regulatorio adecuado a los objetivos de la supervisión, situación que ha sido reconocida como uno de los motivos que ha impulsado la redacción de los dos proyectos de ley a los que se hizo referencia⁷, y con los que se pretende superar el hecho de que la ley marco actual para el mercado sea una ley financiera⁸.

Al respecto, como ha sido reconocido, hasta hace pocos años el mercado de valores venía desarrollándose a la sombra del sector financiero, mercado en el cual tiene sentido la supervisión de sujetos bajo criterios de solvencia, y para el que se realiza la vigilancia de sus operaciones en tanto impliquen riesgo para la estabilidad de las entidades. Esto mientras que según la tendencia internacional, que se ha venido adoptando en Colombia, muy lentamente y con logros muy parciales respecto de lo que sería deseable, dadas las restricciones impuestas por la ley, la regulación y supervisión del mercado de valores deba referirse a actividades, con objetivos y principios de disciplina del mercado y de protección de los inversionistas⁹.

Según lo que se prevé, la estructura de supervisión de las entidades financieras en el nuevo organismo incluiría a los participantes en el mercado de valores, primordialmente bajo criterios de control de riesgo de las actividades que desarrollan recomendados por el Comité de Basilea. En el caso del segmento desintermediado del mercado de capitales esta estructura podría ser aplicable a actividades como la intermediación de valores en cuenta propia que realizan las comisionistas de bolsa de valores, pero evidentemente tal enfoque "bancario" de la supervisión no sería pertinente para entidades con posiciones frente al riesgo y objetivos disímiles y que realizan otras actividades relevantes como la intermediación para terceros, la administración de fondos colectivos de inversión, la emisión de valores o las actividades de *facilitación*¹⁰, sobre las cuales la Superintendencia de Valores ejerce control objetivo, mas no inspección y vigilancia. De esta manera, resulta difícil vislumbrar la integración de las áreas técnicas de las superintendencias¹¹.

Al respecto, uno de los propósitos de la regulación y supervisión del mercado de capitales, tanto intermediado como desintermediado, previsiblemente es la protección de los consumidores. Pero en la definición de la estructura de supervisión del mercado, y específicamente en lo que tiene que ver con la información, se presentará un conflicto cuando se tenga que definir si prima la protección de los ahorradores quienes dejan sus recursos en una entidad especializada en manejar el riesgo, o la necesidad de preservar la estabilidad de las entidades financieras, en cuyo caso lo más probable es que prime esta última y que por lo tanto la información se demore en ser divulgada para prevenir una posible corri-

da de depósitos. Esto en detrimento de los inversionistas, que comparten con los emisores el riesgo de los proyectos, para quienes tal información tendría materialidad para la toma de sus decisiones de realizar, mantener o liquidar una inversión.

Además, está por verse cuál sería, dentro de este esquema de supervisión de actividades, la que sería adecuada para las bolsas agropecuarias y sus sociedades comisionistas, que actualmente también están bajo la tutela de la Superintendencia de Valores. Como es sabido, estas bolsas desarrollan operaciones en el mercado de físicos, en el mercado de valores y en el mercado de derivados.

Ahora bien, la actual reforma al mercado de valores va en la dirección correcta si se atiende a las recomendaciones respecto de profundizar los mercados locales. El actual proyecto de ley, sin ser una solución acabada, adelanta en la construcción de un marco institucional para el mercado de valores, al incluir entre otros aspectos una propuesta inicial de desarrollar un régimen para las sociedades cotizadas o públicas, avances en la autorregulación, y el desarrollo de un sistema de compensación y liquidación con la instauración de una cámara de riesgo central de contraparte. Es claro que se quedaron por fuera de la agenda asuntos importantes como la regulación de la banca de inversión y de los asesores de inversión, la eliminación definitiva de los arbitrajes regulatorios y de supervisión de los inversionistas institucionales¹², la separación de las actividades de *brokerage* de las de colocación de valores, los relativos al manejo y resolución de los conflictos de interés y el establecimiento de responsabilidades legales a todos quienes tienen obligaciones de información y asesoría con los inversionistas, especialmente los inversionistas consumidores.

A pesar de lo anterior, sería lamentable que este esfuerzo se frustrara por la toma de una decisión apresurada, orientada más a la reducción del tamaño del Estado reenfocándolo hacia la atención prioritaria de las necesidades del ciudadano¹³, sin olvidar la atención del problema fiscal, que a objetivos específicos de desarrollo económico. Este implica un esfuerzo que debería ser continuo, dados los requerimientos de fortalecimiento del sistema legal y regulatorio concomitantes al desarrollo del mercado, pero que se ve amenazado por la anunciada fusión que iría en contravía de la necesidad de tener un "ente regulador del mercado de valores sólido e independiente"¹⁴.

Sobre la prelación del objetivo de reducción del tamaño del Estado, es de considerar que los gastos de las superintendencias deben ser sufragados por las entidades sometidas a vigilancia y control, y no es claro que una integración disminuya el tamaño de las denominadas áreas técnicas de los organismos de control del mercado. Por el contrario, habrá que reforzar dichas áreas técnicas para contrarrestar las contradicciones y conflictos que van a estar presentes en una integración por las diferentes culturas de supervisión, y para prevenir la *desaparición*, que previsiblemente se ha empezado a dar aun desde el diagnóstico, de la actividad más débil en un ámbito de supervisión bancaria basada en criterios prudenciales¹⁵.

Lo anterior además de que por el tamaño de la Superintendencia de Valores, que seguramente será la entidad absorbida en la fusión, el ahorro para el Estado no será representativo. Igualmente, es de tener en cuenta que con alguna frecuencia en los últimos años, esta superintendencia ha venido asumiendo la vigilancia de entes que no están dedicados exclusivamente al mercado de valores, como es el caso de los fon-

dos mutuos de inversión o de los agentes de las bolsas de productos agropecuarios, sin la asignación de nuevos recursos. Por último, podría presentarse el caso de considerar mejoras para los supervisores, para ponerse a tono con estándares internacionales.

Finalmente, esta invitación a la reflexión reclama la aplicación de metodologías de análisis beneficio-coste de lo que la medida que se comenta implicaría, determinando ventajas para los participantes en el mercado y en especial para las empresas que requieren recursos de financiación para el desarrollo de sus proyectos productivos. Y en caso de que tales ventajas superen los costos de perder lo que se ha ganado en una vigilancia especializada en la prevención y sanción de conductas contra el mercado, en el desarrollo de un sistema de información y de protección a los inversionistas o en el control de los emisores de valores, que no suceda como en tantos eventos de la vida nacional y nos coja la noche proponiendo y realizando los ajustes y adecuaciones necesarias para elevar los estándares tanto de reguladores como de supervisados. El análisis beneficio-coste debería llevarse a cabo dentro de una visión institucional de largo plazo que haga posible que al fin el mercado de capitales no intermediado desarrolle su potencial, no sólo de formar ahorro sino de transformarlo en recursos para la producción que tanto necesita nuestro país, dentro del nuevo ámbito de integración que nos propone el TLC con Estados Unidos.

- 1 ANDRÉS FLÓREZ. "Hacia la integración de las superintendencias", en *Ámbito Jurídico*, n.º 167, 6 de diciembre de 2004 a 9 de enero de 2005, p. 14A. ANDRÉS FLÓREZ es el Director de Regulación Económica del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.
- 2 ANDRÉS FLÓREZ. "Una oportunidad para modernizar la legislación financiera", en *Ámbito Jurídico*, n.º 159, 16 al 29 de agosto de 2004, p. 14A.
- 3 Según datos de las superintendencias Bancaria y de Valores, a 30 de noviembre de 2004 el patrimonio total de 39 sociedades comisionistas de bolsa representaba el 4,0% del patrimonio de los bancos. De las sociedades comisionistas cerca de 10 están dentro de las denominadas bancarizadas, por tener entre sus accionistas a bancos u otras entidades financieras.
- 4 Cfr. artículo 1.5.1.4 numeral 1 de la Resolución 400 de la Sala General de la Superintendencia de Valores.
- 5 FLÓREZ. Ob. cit.
- 6 El término protección se toma aquí para indicar la necesidad de disponer de reglas de juego claras, adecuadas, que sean conocidas por todos los participantes del mercado y cuyo incumplimiento sea sancionado desde el ámbito de lo administrativo, de lo civil y de lo penal, según corresponda. Esto con el fin de preservar la confianza del público, el activo más importante del mercado.
- 7 Cfr., entre otros, Superintendencia de Valores, *Informe de Gestión 1999-2002*, Bogotá; CONSTANZA BLANCO. "La reforma al mercado de valores en Colombia", en *Revista Iberoamericana de Mercados de Valores*, Madrid, agosto de 2003, p. 50; Exposición de motivos del actual proyecto de ley del mercado, en página Web de la Superintendencia de Valores [www.supervalores.gov.co].
- 8 Ponencia para primer debate en la Comisión Tercera de la Cámara de Representantes del proyecto de ley n.º 033-04 Cámara.
- 9 International Organization of Securities Commissions-IOSCO. *Objectives and Principles of Securities Regulation*, document n.º 27, Oct. 2003 (Web).
- 10 Entro los facilitadores del mercado se incluye a los administradores de foros de negociación, quienes realizan la compensación y liquidación de operaciones, las calificadoras de valores y otras.
- 11 HENRI STUPAKOFF. *Brasil, a caminho de um regulador único para o sistema financeiro? Uma análise das diferentes estruturas de supervisão governamental dos mercados financeiros, de seguros e de capitais existentes no mundo*, CVM, Brasil, Maio, 2000 (Web).
- 12 En cualquier caso lo deseable es que a estos inversionistas se les regule y supervise como participantes del mercado de valores y no como a entidades financieras, bajo criterios de transparencia, gobierno y rendición de cuentas.

tas (*transparency, governance, accountability*). Esto está desarrollado para los fondos de valores y los fondos de inversión en la Resolución 400 de la Sala General de la Superintendencia de Valores, artículos 2.4.1.1 en adelante.

13 Departamento Nacional de Planeación.

14 MARTA CASTELLI. "Mercados y desarrollo", Portal Internet de la *Revista Dinero*, enero 12 de 2005. La señora CASTELLI es *Director & Head*

Office, Standard & Poor's de Argentina.

15 Una evidencia de la *desaparición* de la actividad más débil en el caso de la fusión de entidades públicas se puede encontrar en el caso del área de la justicia y del derecho en la fusión de los ministerios del Interior y de Justicia y del Derecho. Cfr. EMILIO ARCHILA. "Editorial", *Revista Con-texto*, n.º 18, agosto de 2004, pp. 3 y 4.