

La nueva ley del mercado de valores: manifestación del derecho regulativo*

CONSTANZA BLANCO BARÓN
JORGE CASTAÑO GUTIÉRREZ

INTRODUCCIÓN

Las transformaciones del derecho a raíz de la crisis del liberalismo clásico en 1929 llevaron a la intervención del Estado en los mercados financieros, para promover la organización de los mismos, bajo condiciones de transparencia en los procesos de descubrimiento de los precios, y para establecer marcos de protección a los inversionistas. Tal intervención no es otra cosa que la respuesta a la incapacidad del mercado de corregir sus propias fallas, en contradicción con la teoría neoclásica vigente hasta la segunda década del siglo XX.

La nueva ley del mercado de valores recientemente aprobada por el Congreso muestra con mayor nitidez el proceso que ha llevado a la regulación financiera dentro del ámbito del derecho regulativo. Este proceso de deslegalización y administrativización del derecho, a la vez que de desjudicialización, puede entenderse como una respuesta a la incapacidad de las estructuras formales de dar respuesta a las necesidades de los agentes, a la vez que de disponer de mecanismos ágiles y flexibles acordes con el dinamismo propio del mercado.

En otro plano, la Ley 964 de 2005 pretende dotar al mercado de valores de un marco regulatorio apropiado para su desarrollo, del cual carecía, a la vez que establecer un marco divisorio con el mercado financiero, a cuya sombra se había venido desarrollado la regulación del mercado de valores en Colombia. Sin embargo, la propuesta incluida a última hora en la ley para la unificación de la regulación y la supervisión de los segmentos intermediado y desintermediado del mercado de capitales, contenida la primera en la misma ley y la segunda en el proyecto de fusión de las Superintendencias Bancaria y de Valores, parecerían ir en contravía de este propósito inicialmente planteado por los ponentes del proyecto de ley.

En este artículo se quiere hacer un aporte a la evaluación del nuevo marco regulatorio del mercado de valores propuesta en la Ley 964 de 2005, a la luz de los objetivos económicos establecidos y de su potencial impacto en el cumplimiento de las funciones de financiamiento de la economía y dotación de alternativas a los inversionistas en materia de rentabilidad-riesgo del segmento desintermediado del mercado, pro-

puestas en la exposición de motivos del proyecto de ley. Para tal efecto, en primer término se planteará un marco teórico para el análisis desde el punto de vista del derecho regulativo, para luego evaluar algunos aspectos de administrativización del derecho contenidos en la Ley 964 de 2005, así como aquellos atinentes a la atención de los derechos de los participantes en el mercado y por último, lo referente a la desjudicialización del derecho, para finalmente sacar algunas conclusiones.

I. MARCO TEÓRICO PARA EL ANÁLISIS: EL DERECHO REGULATIVO

El derecho regulativo surge como una respuesta a la búsqueda de eficiencia ante el aparente fracaso del derecho formal ocasionada por la crisis del liberalismo clásico en los años treinta del siglo XX. Aun cuando se pueden encontrar antecedentes a lo que se denomina la primera oleada del derecho regulativo (CALVO, 2004: 14), en las leyes antimonopolio en Estados Unidos y en otras, es claro que el *crash* de *Wall Street* de 1929, que antecedió a la crisis de otros sectores y finalmente, desencadenó la Gran Depresión, manifestó a las claras la incapacidad del mercado para salir de una crisis a pesar de la intervención del banco central, al contrario de lo que planteaban los economistas neoclásicos¹.

En un contexto de libertad económica plena, el mercado es 'sabio' en la toma de decisiones, por lo que el Estado no puede ser otra cosa que neutral, y su papel se limita a ser el guardián de las relaciones sociales. Al fallar el mercado con la crisis de 1929, lo que se encontró fue la necesidad de que el Estado interviniera con el fin no solamente de corregir los desequilibrios

provenientes de dichas fallas, sino también de prevenir situaciones de riesgo social (CALVO, 2000: 63). La crisis, que se extendió por todo el mundo occidental, llegó incluso a afectar las formas de cultura y la vida de la sociedad (GALBRAITH, 1986: 9).

Al paso que el derecho formal establece un ámbito de libertad, tutela las condiciones de igualdad de los seres humanos ante la ley y controla los posibles abusos de las autoridades (CALVO, 2000: 59), el derecho regulativo busca objetivos concretos de corregir desequilibrios, prevenir riesgos sociales, económicos o tecnológicos o realizar valores sociales, mediante la intervención del Estado (CALVO, 2003: 15).

Una manifestación fehaciente de esto último se encuentra en la necesidad de recuperar la confianza del público, en entredicho por situaciones como las que encontró la Comisión de Moneda y Banca del Congreso de Estados Unidos que investigó las causas de la crisis de 1929 (GALBRAITH, 1986: 18), situaciones entre las que estuvieron, entre otras, el uso indebido de información privilegiada, la 'piramidación' del capital de los fondos de inversión, la utilización de recursos de clientes para provecho de los intermediarios, y las tan mencionadas ventas con margen, aunque es de anotar que otras posiciones indican que la crisis de 1929 no fue consecuencia tanto de movimientos especulativos, como de una expectativa negativa generalizada causada por la disminución de la actividad económica, proceso que podría haberse retroalimentado por la misma baja de los precios de los activos financieros (POSNER, 1992: 420).

Sin embargo, no se puede negar que la crisis fue el origen de la *Securities and Exchange Commission* SEC y a la expedición de las Leyes de Valores y Bolsas, de Asesores de In-

versión, de Fondos Colectivos de Inversión y de Mercados OTC, entre otras, en un afán por prevenir otro auge especulativo con sus nefastas consecuencias sobre la producción y el empleo (GALBRAITH, 1986: 14). Este marco regulatorio fue tomado como modelos de las regulaciones de valores alrededor del mundo en los siguientes dos tercios de siglo, y fue la base de la separación de la banca comercial de la banca de inversión que permaneció hasta finalizar el siglo XX.

Colombia entró en la era del derecho regulativo para el sector financiero bien temprano en el siglo anterior, con la expedición de la Ley 45 de 1923 y la creación de la Superintendencia Bancaria, pero en una forma bastante más tardía para el mercado de valores, ya que la Comisión Nacional de Valores solamente fue creada en 1979, y esto sin todas las características y atribuciones de un organismo de supervisión del mercado. Sin embargo, no fue clara la separación de la regulación de los mercados financiero y de valores, por el contrario, lo que se encuentra para este último es una regulación con un fuerte sesgo hacia las actividades financieras², al amparo de la cual se da lugar a sus normas de supervisión.

Al respecto, llama la atención que cuando finalmente por la Ley 964 de 2005 se dan pasos firmes en la constitución de un estatuto propio del mercado de valores, separando el marco de actuación del gobierno del correspondiente al sector financiero, contenido en la Ley 35 de 1993, ya el mundo viene de vuelta y ha reconocido, como lo muestra, entre otras, la reforma financiera de Estados Unidos de 1999, que ya la regulación de actividades separadas empieza a perder sentido, y que las prioridades deben enfilarse más hacia el control del riesgo

sistémico derivado del posible contagio entre plazas, que a la especialización de los intermediarios.

El país no ha sido ajeno a esta tendencia, que entre otras cosas sería la que finalmente está detrás de la integración de la regulación en cabeza del Gobierno nacional, y de la anunciada fusión de la supervisión de los mercados financiero y de valores. En efecto, al permitirse a los intermediarios de ahorro-crédito la actuación en los mercados de valores de manera que pueden asumir riesgo de mercado, propio del segmento desintermediado, y a los intermediarios tradicionales de valores la realización de operaciones distintas al contrato de comisión, que involucran riesgo de crédito, que es lo que tradicionalmente asumían los primeros, se evidencia la necesidad de priorizar el control del riesgo de las actividades financieras por parte de las autoridades.

Respecto de lo anterior, la pérdida de especialización en la búsqueda de objetivos económicos por parte de estos agentes, que si se quiere estarían 'desviando' su actividad hacia la realización de actividades 'especulativas' más que de financiamiento, se muestra en cifras como los ingresos de los establecimientos de crédito en Colombia, que a fines de 2004 provenían en un 60% de operaciones distintas de la concesión de cartera, principalmente utilidades por operaciones de tesorería, incluyendo valores (en una parte importante TES), derivados y divisas, al paso que más de la mitad de los ingresos de las sociedades comisionistas de bolsa eran por operaciones por cuenta propia³.

De otra parte, una característica del derecho regulativo que lo separa del derecho formal, es que mientras el segundo es producido dentro del Estado, está basado en la

superlegitimación de la ley y más aun, tuvo un importante papel en la formación y unificación de los estados, en el primero se observa una clara influencia de los organismos transnacionales, tanto en la construcción de parámetros de evaluación de las normas como de la misma regulación que permita formar estructuras homogéneas. La tendencia es unificadora sobre todo en materia de estándares, y a la luz de las necesidades de la transnacionalización del capital, de la integración de los mercados y más recientemente del combate del crimen financiero, los reguladores se alinean enfrente a criterios como los producidos por el Comité de Basilea (ahora Basilea II) o la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO por sus siglas en inglés).

En este punto, la nueva ley de valores es una muestra de la implantación de los principios de protección de los inversionistas, la búsqueda de un mercado organizado, justo y transparente, y el control del riesgo sistémico (IOSCO, 2004) en el mercado colombiano, tendencia que ya se venía observando en algunos aspectos en los últimos años, en las reformas a la Resolución 400 de la Sala General de la Superintendencia de Valores. En efecto, siguiendo la tendencia internacional pero con bastante lentitud, dado el marco jurídico existente, se venían adoptando en la regulación de valores normas dirigidas más a las actividades que se realizan en el mercado que a los sujetos, como era lo tradicional, como es el caso de las carteras colectivas de inversión o las sociedades comisionistas de bolsa, teniendo como eje los principios para los reguladores atrás anotados⁴.

De otro lado, la necesidad de atender a objetivos concretos para solucionar demandas económicas y sociales hace que el de-

recho regulativo sea muy flexible, al contrario de la 'estaticidad' que se puede predicar del derecho formal. Esta flexibilidad se manifiesta en que, mientras que este último es producido por los congresos, mediante procedimientos establecidos para la expedición de las leyes, el derecho regulativo es generado por autoridades administrativas, en algunos casos independientes del poder ejecutivo, llevando a lo que se denomina la administrativización del derecho. El primero se manifiesta en leyes que no pretenden otra cosa que guiar el comportamiento de los individuos, al paso que el segundo tiene su desarrollo en resoluciones y circulares que establecen la forma de actuación de los agentes, dictada dentro de los parámetros indicados en una ley marco. El primero, básicamente neutral, provee medios apropiados para el establecimiento de relaciones jurídicas (CALVO, 2000:) como los contratos, que los individuos pueden tomar o no, al paso que el segundo determina claramente reglas de juego que los agentes deben tener sumo cuidado en cumplir estrictamente si quieren estar activos en el mercado.

Un tema que cobra relevancia respecto de la administrativización del derecho es el de la independencia y autonomía de la regulación, que a la vez que introduce elementos de debilitamiento de la autoridad formal y de aumento de la discrecionalidad (CALVO, 2004: 18), se justifica en que lo que se requiere es llegar a normas que permitan alcanzar equidad en la participación de los agentes, de manera que se controle la influencia que pueden tener los grupos de presión en la elaboración de las mismas, se eliminen las presiones políticas y se logre la adopción de criterios técnicos en el desarrollo de las operaciones.

De esta forma, se plantea que el organismo regulador debe estar compuesto por personas independientes, de reconocida capacidad técnica, vinculados con exclusividad al desarrollo de los temas, ausentes de presiones propias de su nominador y que actúen en el marco de políticas públicas encaminados a alcanzar objetivos de eficiencia y efectividad, que finalmente son los criterios para evaluar la eficacia del derecho útil (CALVO, 2004: 32).

En Colombia se adoptó este esquema desde la Comisión Nacional de Valores con la figura de Sala General, a imagen de la SEC (MARTÍNEZ, 1986: 42), que está encabezada por una *board*. Sin embargo, al quedar conformada la Sala General en su gran mayoría por funcionarios gubernamentales (a excepción del designado del Presidente de la República), no es posible asignar las condiciones de independencia anotadas atrás, aunque pueda decirse que conservó otras ventajas de la figura como la capacidad de respuesta en la expedición de la regulación ante el dinamismo del mercado.

Al desaparecer la Sala en la Ley 964 de 2005 y asignarse al Gobierno la capacidad de intervención, la regulación no solamente pierde por completo la independencia, sino también la flexibilidad. Al respecto, es de recordar que, de un lado, más del 80% del volumen negociado hoy en día en el mercado de valores corresponde a títulos de la tesorería TES, y de otro, las preocupaciones en la regulación del sector están por el lado del control del riesgo de las operaciones de los intermediarios financieros, por lo que previsiblemente las prioridades de la regulación del mercado se dirigirán al monitoreo que permita la prevención de quiebras de entidades financieras, relegando una vez más a segundo término al mercado de valores,

excepto claro está lo que corresponde al mercado de deuda pública.

La pérdida de independencia del regulador ante las presiones de los grupos de interés, también llamada 'captura' del regulador, ha llevado a un creciente estudio y justificación de la desregulación, especialmente en las universidades norteamericanas, o el regreso del mercado como regulador de las conductas de los individuos, dentro de una tendencia neo-liberal dirigida a disminuir el tamaño del Estado o a exacerbar la protección de los consumidores y la promoción de la competencia (CALVO, 1999: 47). Sin embargo, reconociendo que el mercado requiere de reglas para su correcto funcionamiento, esta tendencia se enfrentó a la necesidad de imponer controles desde el mismo Estado, precisamente desde el mismo derecho regulativo, de manera que fuera posible garantizar que las libertades y derechos encontraran correspondencia en responsabilidades y obligaciones.

En esta etapa resurge con fuerza la idea según la cual, la influencia del Estado es nefasta para los "principios democráticos y federalistas del liberalismo norteamericano" (CALVO, 1999: 47), y por tanto debe limitarse a garantizar reglas de juego que surjan del propio mercado, al tiempo con un fortalecimiento de la sociedad civil, de manera que el papel del Estado sea solamente el de árbitro de las relaciones sociales. Tal cosa cobra importancia dentro de un marco de globalización, en el cual los riesgos de contagio de crisis entre plazas se exacerban al estar integrados los mercados financieros. Siguiendo un símil bastante utilizado (VANOLI, 2002: 53), el Estado es entonces el responsable de crear las 'autopistas' por las cuales 'circularán' los participantes del mercado global, quedando a los Estados el encargo de

sancionar ejemplarmente a aquellos que infrinjan las normas o causen 'accidentes', en perjuicio de sus clientes o del mercado.

Dentro de este marco, se han producido considerables reformas a las estructuras del sector financiero de los países, caracterizadas por la búsqueda de una menor intervención del Estado y/o la reprivatización de entidades que en su momento pasaron a control estatal, la apertura del capital de las mismas a la inversión extranjera, y en general una liberalización creciente de los sistemas financieros. Al mismo tiempo, se han reformado las estructuras jurídicas de los mercados de valores, orientadas al desarrollo de regímenes para sociedades cotizadas o inscritas, a la adecuación de las normas hacia la integración internacional de los mercados eliminando barreras de acceso, a la implantación de principios de buen gobierno societario, a la elevación de los estándares en los sistemas de negociación y de compensación y liquidación incluyendo principios de *finality*, y al cumplimiento de principios de protección a los inversionistas, entre otras⁵.

Se encuentra también una interesante diferencia en la producción de las normas: mientras que en el derecho formal esta es producida por juristas siguiendo técnicas establecidas, para un público indiferenciado, en el caso del derecho regulativo es importante el concurso de otros profesionales y disciplinas en la redacción de dichas normas, y más aún de quienes van a ser los sujetos de cumplimiento, los administrados, que tienen la oportunidad de seguir de cerca y comentar permanentemente el desarrollo de los procesos, dando legitimación a los mismos. Es así más transparente, si se quiere, la influencia que los denominados grupos de interés pueden tener en el resultado final y en su evaluación.

Así, desde hace algunos años en Colombia, primero la Superintendencia de Valores y después la Bancaria, están publicando para comentar los proyectos de regulación, esperando que los agentes se pronuncien respecto de la bondad de las normas, en algunos casos sin mucho eco, lo que posiblemente refleje que consideren la inutilidad de su eventual participación, dada la experiencia previa. Igualmente, no en todos los casos es posible encontrar respuesta del regulador a los comentarios respectivos, pero de todas formas este constituye un interesante marco de interrelación con el mercado y de desarrollo de la transparencia.

De lo anterior se deriva otro aspecto importante y es el de la autorregulación, de la que es posible hablar en un contexto de desarrollo del derecho regulativo, más no en el derecho formal. Esto puede llevar a una discusión respecto del cumplimiento de principios de igualdad, propios del segundo, al paso que en el primero se hace énfasis en la garantía de acceso al desarrollo de las actividades una vez cumplidos los estándares y requisitos mínimos que se han determinado como necesarios, así como se trata con prioridad el derecho a la información, todo ello dentro de principios de equidad.

Así las cosas, los recientes desarrollos regulativos en el mercado colombiano respecto por ejemplo de la intermediación de valores han llevado a una especie de arbitraje, dado que mientras que los agentes 'tradicionales' se debían autorregular, los 'nuevos' en el negocio no tenían tal obligación. Además, no está resuelta la discusión respecto de cómo se debe asumir este tema frente al proceso de desmutualización de los foros de negociación, especialmente de la bolsa de valores.

La obligación de autorregulación es asumida en la Ley 964 de 2005, que sin embargo plantea un nuevo problema por la posibilidad de tener varios organismos autorregulados, sin asegurarse su actuación bajo los mismos parámetros.

De otro lado está el fenómeno de desjudicialización del derecho. Mientras que en el derecho formal la sanción tiene una connotación de castigo, y su aplicación es ejercida por el órgano judicial, el objetivo del control en el caso del derecho regulativo es preventivo, y su sanción se lleva a efecto por mecanismos administrativos con un fin disuasorio, sin desconocer desde luego los posibles efectos en otros ámbitos de responsabilidad (penales y civiles). Es de resaltar que en el caso de controversias entre los agentes estas se resuelven por medios distintos a la justicia ordinaria, mediante mecanismos como cámaras de conciliación o tribunales comerciales especializados, primando la función reparadora del derecho y la voluntad de las partes en la resolución de los conflictos.

En este tema de protección a la integridad del mercado se pueden ver avances, aunque controvertidos, en primer término en la inclusión en 2001 en la resolución 1200 del Superintendente de Valores de las normas sobre sanos usos y prácticas en el mercado de valores, y la inclusión en el Código Penal de conductas contra el mercado, pero con más solidez desde el punto de vista administrativo en el desarrollo de los capítulos de infracciones, sanciones y criterios para su graduación en la Ley 964 de 2005. Sin embargo, queda mucho por hacer en materia de resolución de controversias y resarcimiento de perjuicios para los inversionistas y los *stakeholders*, mediante el desarrollo de tribunales comerciales es-

pecializados, de manera que no se tenga que acudir a procesos de varios años ante la justicia ordinaria.

Ahora bien, la flexibilidad en el desarrollo del derecho regulativo puede llevar a identificar uno de los riesgos que se le predicen, la inestabilidad de las normas, de entenderse que a cada nueva necesidad sigue la producción de una norma nueva o la modificación de alguna más, lo que bien pudiera llevar a una 'degradación' de la calidad de la regulación vista desde la técnica legislativa pero también desde la relevancia de los instrumentos diseñados (CALVO, 2000). Precisamente uno de los problemas que se le achacan al derecho regulativo es que al volverse difíciles de identificar principios y criterios, se vuelve menos 'visible' la posible respuesta del Estado, por lo que la *calculabilidad* en los términos de WEBER (2002: 69) disminuye, cosa que podría tener efecto en el desánimo de los agentes privados para la iniciación de nuevos esfuerzos económicos.

Lo anterior podría compensarse con una cuidadosa evaluación beneficio-costos de cada norma expedida, así como con el mejoramiento en la asignación de los recursos necesarios para la implantación de las mismas, de manera de lograr su efectividad y la disminución de los denominados 'costos de la intervención', representados por lo menos teóricamente en la burocratización de los sectores intervenidos. Además, sería deseable lograr una adecuada 'lectura' de las instituciones informales en los términos de NORTH, de manera que se llegue a consensos sobre los principios que deberían guiar las conductas, como pueden ser la universalidad en el acceso (equidad), la participación en la producción de las normas (legitimación), y los criterios de interpre-

tación de manera que no contradigan la estructura jurídica básica de la sociedad, entre otros.

Ahora bien, se encuentra un tercer pie del estado regulativo⁶ en el desarrollo del estado del bienestar, que da lugar a lo que se ha denominado derecho útil o instrumental encaminado al logro de valores sociales o a la prevención de riesgos (CALVO, 2004: 15), y que se manifiesta en la segunda mitad del siglo anterior en la defensa de los denominados derechos de tercera y cuarta generación, es decir, los derechos económicos y sociales, que son reconocidos en las constituciones de los estados. Otra vez, Colombia no escapa a esta tendencia, evidente en la Constitución de 1991 y en la prioridad que se da a la atención de los derechos colectivos.

En el caso del mercado financiero, una manifestación muy reciente a este respecto es la preocupación de los legisladores y reguladores por los derechos de los consumidores, lo que se observa en la inclusión de una figura como la del defensor del cliente financiero en la Ley 795 de 2003. Con esto se pretende garantizar los derechos de los consumidores de servicios financieros, que se podrían ver vulnerados ante la posición de dominio contractual de sus contrapartes, las entidades financieras⁷. Adicionalmente, buscando dar mayor certeza a la defensa de los derechos, así como celeridad en el desarrollo de los procesos, se previó la descongestión de la Superintendencia Bancaria en la atención de las quejas de los usuarios, que ahora son atendidas en primer lugar, y a su costo, por las entidades financieras mediante la mencionada figura.

Respecto de la protección de los derechos de los inversionistas, aun cuando la regulación de valores se estructuraba sobre

la base de la divulgación de información como piedra angular, solamente es a partir de los principios de IOSCO que podemos hablar de una institucionalización de la protección de los inversionistas. En efecto, las propuestas de la IOSCO (2003: 5), plantean que los inversionistas deben estar protegidos contra conductas de manipulación o fraude o que los conduzcan a error en la toma de decisiones, por lo cual el regulador debe preocuparse por garantizar la disponibilidad de información material a quienes toman las decisiones de inversión, de un lado, por establecer condiciones de protección del mercado en el sentido de prevenir y sancionar conductas contra el mismo como la manipulación, el fraude o el uso de información privilegiada, tanto desde el punto de vista administrativo como penal, de otro, y en tercer término por determinar conductos de resarcimiento de perjuicios a los inversionistas por causa de mala asesoría (*misleading*) o deficiencias de información.

Al mismo tiempo, la búsqueda de valores sociales por parte del derecho de valores tiene antecedentes en Colombia en los motivos que impulsaron la expedición de la Ley 32 de 1979, por la cual se creó la Comisión Nacional de Valores. Estos objetivos fueron, la protección de los asociados respecto de conductas "especulativas" dentro de condiciones de paz social, y fines económicos concretos relacionados con la formación de ahorro y la canalización de estos recursos a la formación de capital, y por ende a la financiación de proyectos de inversión que garantizaran aumentos en la producción y el empleo (MARTÍNEZ, 1986: 30). En la actual ley, la búsqueda de tales valores sociales ya no se encuentra representada en tratar de prevenir los efectos

nocivos de brotes especulativos en el mercado, pero si en los objetivos de protección de los inversionistas, promoción del desarrollo y eficiencia del mercado y resguardo de su integridad y disciplina, fines mediante los cuales se lograría obtener canales de financiamiento complementarios a los provenientes del sistema financiero, con miras al crecimiento de la economía⁸.

Finalmente, lo que se pretende con la ley del mercado es lograr la confianza del público, siguiendo el mandato constitucional que ordena tutelar las actividades en las que se capte, maneje o aproveche los recursos de ahorro. Si esto se logra, haría posible obtener el desarrollo del mercado y subsecuentemente la posibilidad a las empresas de obtener canales de financiación complementarios a los provenientes del segmento intermediado del mercado de capitales.

II. LA NUEVA LEY DEL MERCADO DE VALORES A LA LUZ DEL DERECHO REGULATIVO

A continuación se hará una revisión de la Ley 964 de 2005 a la luz del marco teórico planteado, esto es, del desarrollo del derecho regulativo, con miras a verificar si con los instrumentos previstos en la misma sería posible lograr los objetivos de desarrollo del mercado propuestos.

A. Administrativización del derecho

El fenómeno de la administrativización del derecho financiero, conocido también como deslegalización, surge por la creciente presencia de normas administrativas en los diferentes estatutos del mercado financiero en Colombia. Esta situación tiene su origen en

la intervención del Estado en la economía, que se desarrolla bajo el amparo de las normas constitucionales, según las cuales, se le permite al Estado la posibilidad de orientar la actividad privada, de manera ajustada al interés común, sin desvirtuar su naturaleza. Es el Estado quien debe tutelar el buen suceso de la organización social, a partir del respeto de los intereses generales, para lo cual ordena las conductas de los ciudadanos a través de un sistema jurídico, mediante normas de orden público, que restringen la libre iniciativa privada en aras de promover y proteger la realización del bienestar común.

La organización constitucional del sistema de intervención plantea un esquema de balances y controles, según los cuales, es potestad exclusiva del Congreso de la República, mediante la expedición de una ley marco o cuadro, establecer los objetivos y criterios que deben regular la actividad⁹ y que necesariamente debe atender el Gobierno nacional cuando en ejercicio de su potestad reglamentaria, desarrolle los aspectos propios de su competencia. La justificación de establecer un sistema en el cual el Congreso mediante ley establece las condiciones generales, mientras el ejecutivo sea quien las desarrolle, se debe principalmente a que la dinámica de los mercados financieros requiere de un tipo de regulación flexible que permita ser ajustada de acuerdo a las necesidades y requerimientos del mercado. Esta finalidad no se obtendría si toda la regulación debiera ser de naturaleza legal, pues la experiencia indica que los procesos legislativos son prolongados y en ocasiones inciertos, razón suficiente para pensar que un esquema de desarrollo flexible sea el adecuado para acompañar las actividades del mercado financiero.

Por todo ello, hemos ido avanzando hacia modelos jurídicos que permiten a las autoridades actuar en el tráfico mercantil con criterio de oportunidad y especificidad, asignando a los funcionarios gubernamentales diversos tipos de funciones reglamentarias para que, según las circunstancias y las prioridades, puedan regular adecuadamente los distintos fenómenos económicos, de acuerdo a las conveniencias sociales y a las políticas prevalentes.

La amplia competencia que han ido adquiriendo diversos órganos del poder público distintos del legislativo sobre estos tópicos, ha dado lugar a una verdadera 'avalancha' reglamentaria en nuestro país. Es así como bajo el régimen legal anterior a la nueva ley, existían tres niveles diferentes de autoridades en el mercado de valores con facultad para regularlo, tal y como se refleja en el siguiente cuadro:

ÓRGANO REGULADOR	INTEGRANTES
Sala General de la Superintendencia de Valores	Ministro de Hacienda (Viceministro Técnico de Hacienda), Ministro de Industria, Comercio y Turismo ¹⁰ (Viceministro de Industria), Superintendente Bancario, Superintendente de Sociedades, un designado del Presidente de la República y Superintendente de Valores (con voz pero sin voto).
Superintendente de Valores ¹¹ – Con concepto previo de la Sala General – Sin concepto previo de la Sala General ¹²	
Gobierno Nacional	Presidente de la República y Ministro de Hacienda (Viceministerio Técnico).

Adicionado a lo anterior, diversas autoridades gobernaban actividades y participan-tes del mercado, como es el caso del Banco de la República en materia del desarrollo de actividades en el mercado cambiario por parte de las sociedades comisionistas de bolsa, de la Dirección General del Tesoro en el caso de la actuación de las entidades públicas como intermediarios de valores, de la Superintendencia Bancaria para el desarrollo de lo propio por parte de las entidades financieras, de la Superintendencia de Sociedades en lo atinente a regulación contable de

los emisores del sector real, entre muchas otras.

Frente a dicha multiplicidad de agentes reguladores, se presenta un agravante adicional consistente en algunos casos en la falta de claridad en los límites de las facultades propias, así como la externalidad de generar tratamientos preferenciales para algunos participantes del mercado.

La solución planteada por la Ley 964 de 2005 consiste en unificar en el Gobierno nacional por lo menos todas las facultades de regulación para el mercado de valores,

con la subsecuente eliminación de la Sala General. De un lado, no se conocen los análisis efectuados respecto de los efectos generados por el establecimiento de un esquema en el que se pierde flexibilidad, y lo que es más grave, con una alta vulnerabilidad de verse afectada por conflictos al momento de establecer prioridades, al ser el Gobierno nacional el emisor más grande y representativo del mercado de valores.

De otro lado, el Gobierno deberá contar en su otra mano con la independencia necesaria para ejercer la facultad de regulación (IOSCO, 2003: 9) de conformidad con los requerimientos y coyuntura de los demás agentes participantes y del interés común que debe profesar como justificación fundamental de cualquier esquema de intervención del Estado en el sector financiero, asegurador y bursátil, así como en cualquier otra actividad relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público.

En tercer término, sin pretender que haya una única autoridad que tenga todo qué decir en materia de la actuación de los participantes en el mercado, no fue objetivo explícito de la ley resolver situaciones como las planteadas de diversidad de autoridades o conflictos de competencia que aun subsistan, esto aun cuando se da al Gobierno nacional potestad de determinar cuáles actividades hacen parte del mercado de valores (art. 3.º lit. j), las cuales, por lo tanto, van a quedar sujetas a supervisión del Estado. Al respecto y para poner un ejemplo, los fondos de pensiones que son los principales inversionistas del mercado, seguirán siendo regulados por fuera del marco previsto en la Ley 964 de 2005. Ahora bien, reconociendo que la ley aplicará a quienes desarrollan actividades del mercado de valores previstas

en el artículo 3.º, se abre la discusión sobre el alcance de la supervisión a entidades como las tesorerías públicas, reguladas bajo parámetros y esquemas ajenos al mercado.

Lo anotado genera inquietudes en términos de sí con la ley del mercado realmente se logró "la creación de un marco institucional eficiente, íntegro e idóneo" para el mercado de valores¹³. Evidentemente habrá que dar un compás de espera mientras las autoridades reglamentan la ley, aun cuando previsiblemente se puede esperar que se decida simplemente llevar a categoría de decreto la Resolución 400 de la Sala General y algunos aspectos de la Resolución 1200 del Superintendente de Valores. Lo anterior en tanto, primero, el mercado tiene su propia dinámica independiente de que se complete, o aun de que exista, el proceso de regulación, y segundo, el mismo Gobierno se ha impuesto un plazo para la entrada en vigencia de la supervisión unificada de los mercados financiero y de valores, prevista para el 1.º de enero de 2006¹⁴.

Sin embargo, podría plantearse que tal solución no sea la más eficiente y pueda resultar costosa en tanto de la revisión posterior que obligatoriamente se haga a la actual regulación, surja inestabilidad jurídica propia de un tránsito de legislación. Esto se enfrentaría indefectiblemente al hecho de dejar un vacío legal mientras se adecua y completa el sistema regulatorio, que sería aprovechado por los participantes en el mercado con ánimo oportunista y no necesariamente en beneficio de la colectividad.

Ahora bien, respecto del cumplimiento de los objetivos económicos de la ley, mientras se espera a la adecuación e implantación del nuevo marco regulatorio, se puede hacer un examen de los instrumentos previstos en la misma que pudieran ir encaminados a lo

grar las condiciones de eficiencia, buen funcionamiento, disciplina e integridad del mercado anotados como objetivos de la ley, con los que se tendría efecto en el crecimiento económico, como quedó establecido en la exposición de motivos. Entre tales instrumentos, se encuentran la nueva definición de valor, la determinación de las actividades del mercado y el cambio hacia la regulación de la actividad y no del sujeto que la desarrolla¹⁵, la competencia al Gobierno nacional para regular la prestación de servicios financieros transfronterizos, la obligación dada a los agentes del mercado de autorregularse, y por último, el nuevo sistema de cuotas de inscripción y sostenimiento del SIMEV para los participantes en el mercado.

1. Definición de valor

En la ley se moderniza el concepto de instrumentos de financiación de los agentes económicos, que al tener naturaleza negociable van a constituir valores y por lo tanto a quedar en el ámbito de regulación del mercado. Con esto se consolida una tendencia en la acepción de valor como instrumento de financiación, y no por su naturaleza formal, cosa que ya se había manifestado en la posibilidad de la Sala General de dar a determinados instrumentos las prerrogativas y características de los títulos valores, como los provenientes de procesos de titularización¹⁶, o de permitir la inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios de los contratos de futuros sobre índices reglamentados en forma estandarizada por la bolsa de valores¹⁷.

La definición de valor en la Ley 964 de 2005 va más en el sentido económico que se utiliza en los mercados internacionales, cercano al concepto de *security*, según el

cual, valor significa cualquier instrumento que permita la transferencia de derechos y que sirva para obtener del público recursos de financiación para los emisores¹⁸. En esta acepción, un valor es esencialmente un contrato al que se puede asignar valor, y que es susceptible de ser transado en los mercados organizados.

Al sacar el concepto de valor del ámbito formal del derecho se hace posible una ampliación del mercado, ya que será viable a los emisores utilizar diversos instrumentos que se han venido desarrollando en los mercados internacionales, y aun locales si se considera algunos de los instrumentos que son negociados en la Bolsa Nacional Agropecuaria, así como se otorgará a los inversionistas, nuevas alternativas para la conformación de sus portafolios de inversión.

Sin embargo, para que esta situación realmente tenga un impacto positivo y notable en las formas de financiación requeridas especialmente por el sector real, deberá ser complementada con la revisión de los requisitos de registro establecidos en la regulación, especialmente en lo que atañe al tipo de entidad que puede emitir, que actualmente restringen formalmente las posibilidades de las unidades de negocios de obtener recursos en el mercado de valores¹⁹.

Este tema tiene relación con la conformación de un estatuto propio para sociedades cotizadas. Al respecto, sólo recientemente se ha empezado a diferenciar en la legislación a las sociedades cotizadas o abiertas de las cerradas, reconociendo que las primeras tienen unos estándares de transparencia en información y unas obligaciones con el mercado y el público mayores que las segundas y no pueden ser reguladas en la misma

forma, como ha sido lo tradicional. Esto ha sido resuelto por algunas regulaciones como la brasileña, que recientemente modificó su ley de sociedades para dar paso al concepto de sociedades abiertas como aquellas que cotizan en bolsa de valores²⁰.

La Ley 964 de 2005 avanza en este aspecto al introducir una definición de sociedades inscritas (art. 38) y algunos puntos relacionados con principios de buen gobierno societario. Sin embargo, restringe las posibilidades de evolucionar en la constitución de un estatuto para sociedades inscritas al disponer que en el desarrollo de su intervención, el Gobierno nacional no podrá modificar las normas del Código de Comercio en materia societaria (art. 4.º lit. c) inc. 2,º).

2. Determinación de las actividades del mercado y el cambio hacia la regulación de la actividad y no del sujeto que la desarrolla

En la Ley 964 de 2005 se cambia finalmente la tendencia a la regulación de sujetos que tradicionalmente se utilizó en Colombia, por el reconocimiento de la necesidad de regular actividades relevantes. En tal sentido, a la vez que se definen como actividades del mercado (art. 3.º) la emisión y oferta de valores, la intermediación de valores, la administración de activos de terceros como es el caso de los fondos colectivos de inversión, el depósito y la administración de valores, la administración de sistemas de negociación y registro de valores, futuros, opciones y demás derivados, la compensación y liquidación de valores, la calificación de riesgos, la autorregulación y el suministro de información al mercado, se da al Gobierno nacional facultad para determinar otras actividades que hacen parte del mercado (art. 4.º lit. a).

Así, unido a lo anotado sobre el concepto de valor, será mucho más claro delimitar cuándo estarán en la presencia de un mercado público regulado y supervisado las empresas o unidades de negocios al momento de emitir instrumentos para captar recursos del público, quienes transen valores que hayan sido aceptados a cotización en un foro de negociación, aquellos que administren activos de terceros, o finalmente quienes presten servicios de infraestructura para la negociación, la compensación o la liquidación de operaciones, o aquellos que presten otros servicios como la calificación de valores, la certificación en el caso de operaciones electrónicas o el cubrimiento de riesgos a los inversionistas.

Al respecto, se constituirá en prioridad para las autoridades la regulación de los riesgos de las operaciones desarrolladas por los agentes y la manera como se informa a los participantes en el mercado acerca de los mismos. Igualmente, esto contribuirá a la innovación en la generación de productos, ya que quienes participan en el mercado tendrán más flexibilidad en la configuración de sus instrumentos y operaciones, redundando previsiblemente a una utilización más eficiente de los recursos y por ende, a la ampliación del mercado, siempre y cuando no se vea limitada por una visión restringida del regulador respecto del marco que deberá respetar quien desarrolle las actividades.

3. Las posibilidades de prestación de servicios financieros transfronterizos en la ley del mercado de valores

Como se ha reiterado en varios apartes de este artículo, la intención del legislador al expedir la ley estaba encaminada a modernizar e integrar el marco regulatorio para el

mercado de valores, haciendo explícitas las tendencias internacionales, que facilitan la integración de los mercados financieros en el ámbito global. Esto implica una estructura regulatoria flexible que facilite la entrada y salida de los agentes, a la vez que el logro de acuerdos de cooperación entre organismos supervisores, que haga posible el control del contagio del riesgo sistémico entre plazas y la prevención del crimen financiero.

Al respecto, es notable que frente a la eventualidad de entrada en vigencia del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos, se haya cerrado en el parágrafo segundo del artículo 3.º de la Ley 964 de 2005, la posibilidad de prestar servicios financieros directamente desde el exterior y es así como se establece categóricamente que sólo las entidades constituidas o que se constituyan en Colombia podrán realizar las actividades propias del mercado de valores definidas en el mismo artículo. Aún bajo este escenario, está por verse cuál será la suerte de esta medida cuando la negociación del TLC no ha culminado, y cómo se compaginará la integración global de los mercados con la anterior restricción.

La norma deja abierta la puerta solo a dos tipos de actividades que pueden realizarse sin necesidad de constituir una sociedad en el país, y es el caso de la emisión y oferta de valores (justificada por emisión de organismos multilaterales como por ejemplo BID, CAF, etc.), así como el suministro de información al mercado de valores, incluyendo el acopio y procesamiento de la misma (como es el caso de *Reuters* o *Bloomberg*, entre otros).

Ahora, lo previsto en ese parágrafo se entiende sin perjuicio de la promoción de servicios a través de oficinas de representa-

ción o contratos de corresponsalía, conforme a las normas pertinentes.

Bajo ese entendido, la actividad de oferta de servicios financieros por parte de instituciones financieras del exterior en Colombia o dirigida a sus residentes, lleva implícita la existencia de un 'interés público' en la realización de actividades de promoción y publicidad de dichos servicios por instituciones que quieren impactar el mercado nacional. Esta situación necesariamente debe traducirse en regulación y supervisión sobre la realización de tales actos, a efectos de brindar la debida protección de una actividad tan relevante para la economía.

La regulación se justifica en la medida en que la oferta de servicios financieros en territorio nacional o a sus residentes tiene un impacto público que merece ser regulado en aras de proteger al consumidor financiero, así como de evitar el ejercicio ilegal de las actividades financiera, aseguradora, del mercado de valores y cualquier otra relacionada con captación de recursos del público.

El análisis de la estructura normativa pertinente y su concordancia con la Ley 964 de 2005, muestra que la prestación de servicios financieros transfronterizos, se encuentran sometidos al siguiente esquema:

La promoción o publicidad de actividades de intermediación financiera o cualquier operación autorizada a los establecimientos de crédito, a las sociedades de servicios financieros o a las sociedades de capitalización, sólo podrá efectuarse por parte de la institución del exterior con base en lo dispuesto en el Decreto 2951 de 2004, esto es, a través de una oficina de representación o directamente (presencia comercial), y con las limitaciones del caso, tratándose de instituciones que se encuentran en alguna de las

excepciones señaladas en el artículo 2J del mismo decreto.

En relación con la promoción o publicidad de actividades de seguros o cualquier operación autorizada a las entidades aseguradoras o los intermediarios de seguros o de reaseguros, debe considerarse que se encuentra prohibida en algunos casos, y en otros, limitada conforme a lo señalado en el EOSF²¹, por lo que de ser realizadas en territorio colombiano o ser dirigidas a residentes en Colombia, la respectiva entidad podrá ser objeto de sanción por parte de la Superintendencia Bancaria.

Finalmente, la promoción o publicidad de actividades del mercado de valores la podrán hacer atendiendo las prescripciones señaladas en la Resolución 948-1 de 2004 de la Sala General, es decir, a través de la celebración de contratos de corresponsalía con sociedades comisionistas de bolsa debidamente constituidas en Colombia²².

En conclusión, y bajo los lineamientos normativos expuestos, la prestación de servicios financieros transfronterizos identificados como propios del mercado de valores, sólo podrán adelantarse en territorio nacional por dos vías: la primera, mediante el contrato de corresponsalía, en virtud del cual, cualquier institución del exterior que desee promocionar sus productos, y estos se encuentren enmarcados dentro de la definición de actividades del mercado de valores, deberá contratar a una institución autorizada bajo los parámetros impuestos por las leyes colombianas para que adelante las negociaciones. La segunda vía, mediante la presencia comercial de la entidad del exterior en nuestro territorio, para lo cual deberá adelantar todos los trámites propios de constitución y autorización de operaciones.

Como se ve, no es claro que las previsiones anteriores contribuyan a facilitar la integración del mercado en el ámbito internacional.

4. Autorregulación

Se destina en la ley todo un capítulo, el segundo, al tema de la autorregulación de los intermediarios del mercado, dentro del principio también propuesto por IOSCO (2003: 6) de lograr un mercado organizado, justo y transparente. En efecto, las funciones normativa, de supervisión y disciplinaria establecidas en la ley para la autorregulación a la que estarán obligados solamente los intermediarios (arts. 24 y 25), van dirigidas a detectar, determinar y penalizar las conductas contra el mercado, garantizando su integridad.

Con el objetivo planteado se pretende contribuir a proteger los intereses de los inversionistas y del público ahorrador. De esta forma, con la función normativa (art. 24 lit. a) se pretende asegurar el correcto funcionamiento de la actividad de intermediación, con la función de supervisión (art. 24 lit. b) se verificará el cumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de la autorregulación, y mediante la función disciplinaria (art. 24 lit. c) se sancionará el incumplimiento de las normas del mercado y de los reglamentos de autorregulación.

Si se logra una adecuada implantación de la autorregulación, aumentaría la confianza del público en el mercado a la vez que se obtendrían resultados en materia de incremento en la transparencia de las operaciones, mejorando la 'visibilidad' de los agentes y participantes en el mercado respecto del cumplimiento de sus propias necesidades, y por ende obteniéndose resultados positivos en materia de eficiencia.

Es de tener en cuenta, sin embargo, que la ley prevé la posibilidad de que varias entidades sean autorreguladoras, especificando únicamente que desempeñarán tal función en los términos establecidos en el capítulo. Dado que no se establece una organización del mercado diferente a la que hay hoy en día, en la que los comisionistas de bolsa tienen exclusividad en el mercado de acciones, al paso que participan en igualdad de términos con las entidades financieras y otros agentes en los mercados electrónicos, y mientras tanto otros operadores actúan solamente en las bolsas de productos, en todos los casos con reglas distintas, podría esperarse una tardanza en la obtención de estándares por parte de la autorregulación y en el logro de los resultados esperados ya anotados. Entre otras cosas, no es claro cómo se aplicaría esta previsión de la ley a las tesorerías públicas.

5. Estructura de costos de supervisión

Por último, la Ley 964 de 2005 establece una nueva estructura de costos que impone en cabeza de los regulados. De conformidad con la exposición de motivos de la ley, y tal como quedó plasmado en el artículo 8, la liquidación de cuotas de contribución se ajusta de acuerdo con la actividad que cada agente en particular realiza en el mercado, relacionándola en el mayor de los casos con sus operaciones y no con el patrimonio. Esta situación cambia con respecto a lo dispuesto en la regulación anterior, pues la base de liquidación para el cobro de las cuotas de inscripción en el Registro Nacional de Valores y de Intermediarios y su renovación anual, era el patrimonio de los emisores de valores o en su defecto su presupuesto anual, el patrimonio de las entida-

des sujetas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia, el valor de las operaciones de intermediación para los intermediarios no vigilados y el valor total de la oferta que se autorice en el país o en el exterior.

Esta definición, generaba inequidades al interior de cada segmento del mercado, pues muchos participantes pagaban grandes sumas, o por el contrario valores muy pequeños, en relación con los costos de supervisión que generaban para el Estado.

Hoy en día, el costo de la intervención es trasladado totalmente a los supervisados, con la implementación de criterios muy propios del derecho regulativo (eficiencia y equidad), como son las consideraciones del costo efectivo de la supervisión ejercida sobre cada uno de los diferentes tipos de entidades sujetas a la inspección, vigilancia y control²³ como determinante del 'precio' de la supervisión. Y aunque este esquema presenta un punto adicional a favor del supervisor al otorgar algún grado de autonomía financiera, pues permite que sea él mismo quien organice su presupuesto de conformidad con su estructura de costos, bajo el entendido que dichos valores serán asumidos por las instituciones objeto de supervisión, puede generar desánimo especialmente entre los participantes que pagaban los menores costos y a quienes eventualmente les correspondan aumentos significativos en sus cuotas de mantenimiento.

B. La atención de nuevos derechos

No es posible decir que la regulación del mercado de valores en Colombia siguiera un principio de protección de los inversionistas como tal, por lo menos hasta finales de los años noventa del siglo XX. Si bien la Ley 35

de 1993, marco para el sector financiero y el mercado de valores, incluía como objetivo de la intervención la tutela adecuada de los intereses de los usuarios de los servicios ofrecidos por entidades objeto de intervención, y preferentemente entre otros de los inversionistas²⁴, el desarrollo regulatorio tradicional se encontraba con que los inversionistas no eran tratados como tales sino como entidades sometidas a vigilancia objetiva, bien estuvieran bajo la órbita de la Superintendencia de Valores, y con mayor razón si lo estaban bajo la de la Bancaria.

Al respecto, la regulación del mercado de valores había venido adoptando en forma muy reciente, aunque parcialmente, el principio de protección de los inversionistas de la IOSCO (2003: 5). Este propone que estos agentes deben estar protegidos contra conductas de manipulación o fraude o que los conduzcan a error en la toma de decisiones, por lo cual la revelación plena de información material y los estándares contables y de auditoría en la producción de la misma cobran la mayor importancia.

En efecto, aun cuando tradicionalmente la prioridad en la regulación del mercado de valores ha sido la garantía de la información en condiciones de suficiencia, oportunidad y calidad, solamente hasta 2001 se empieza a encontrar una clara tendencia hacia la adopción del principio de protección de los inversionistas como lo plantea IOSCO, en la modificación de la norma de información eventual que ahora está manifiestamente dirigida a atender las necesidades de los inversionistas²⁵, en la adopción en ese mismo año de principios de gobierno, transparencia y rendición de cuentas para los administradores de los fondos colectivos de inversión²⁶, y en la inclusión entre las conductas contra el mercado

de las operaciones preacordadas como aquellas en las que se falsea, en detrimento de los inversionistas, las condiciones de competencia en los precios o la liquidez de las especies negociables²⁶.

Esta actuación de los reguladores tuvo un alcance limitado dentro de los inversionistas, por lo menos en el caso de los fondos colectivos de inversión, tanto por número de clientes cubiertos como por el volumen de recursos manejados. Esto por cuanto sólo cubría a los fondos de valores y a los fondos de inversión, y más recientemente a los fondos mutuos de inversión, mientras que dejaba por fuera a los inversionistas institucionales más grandes como son los fondos de pensiones y los fondos fiduciarios.

Al respecto, al definir las actividades del mercado (art. 3.º) la Ley 964 de 2005 incluyó dentro de la administración de activos de terceros a los fondos administrados por las sociedades fiduciarias (fondos comunes ordinarios y especiales), con lo que previsiblemente se producirá una unificación de la regulación de estos con la de los administrados por las sociedades comisionistas de bolsa (fondos de valores) y la de los manejados por sociedades administradoras de inversión (fondos de inversión) Esto podría ir también en el sentido de desarrollar una política pública para estos participantes del mercado, que aun cuando tienen objetivos económicos semejantes, deben atender a marcos regulatorios distintos en la actualidad.

Los principales asuntos relacionados con la protección a los inversionistas incluidos en la Ley 964 de 2005, son:

1. *El buen gobierno societario*

Dentro de la protección a los inversionistas se puede clasificar las reformas efectuadas al

buen gobierno societario en principio de los emisores de valores. Si bien no hay consenso en el mundo respecto de si dichas normas deben ser de obligatorio cumplimiento (factor coerción) o voluntarias (factor convicción), lo cierto es que en Colombia se viene desarrollando una regulación que promueve la adopción de estos estándares, no solamente por parte de quienes captan recursos del público mediante valores, sino también de los demás participantes en el mercado.

Es así como desde la expedición de la Resolución 275 de 2001 del Superintendente de Valores, por la cual se establece a los fondos de pensiones requisitos para la constitución de sus portafolios, de manera que deben seleccionar papeles emitidos por sociedades que hayan adoptado estándares de buen gobierno, cerca de 100 emisores de valores han adoptado códigos de buen gobierno societario, aunque posiblemente en la mayoría de los casos lo dicho signifique simplemente el cumplimiento de un requisito formal y no una implementación estricta de dichas prácticas.

A la vez que se trata de una manifestación de la autorregulación del mercado, la implantación de dichos principios, propuestos por la OCDE (2004), se puede enmarcar dentro de la protección de los inversionistas, en tanto se trata de principios como el tratamiento igualitario de los accionistas, la "efectivización" de sus derechos, la transparencia en la divulgación de información, la protección de los derechos de los terceros interesados o *stakeholders* (como pueden ser los inversionistas) y el papel de las juntas directivas.

Considerando que al introducir "conceptos de eficiencia y competitividad en las empresas colombianas" se les garantiza el acceso a fuentes de financiación con meno-

res costos²⁸, la Ley 964 de 2005 introduce diversas manifestaciones del buen gobierno societario, entre las que se encuentran algunas que claramente se dirigen a la protección de los accionistas minoritarios. Entre estas, se encuentran, la posibilidad de modificar los sistemas de elección de juntas directivas siempre y cuando esto redunde en mayor participación de los minoritarios (art. 39 de la ley), la obligatoriedad a las juntas de responder las propuestas motivadas que formulen los minoritarios (art. 40) y la garantía de igualdad de condiciones a todos los accionistas en los procesos de readquisición de acciones (art. 42).

2. La información material

Aun cuando se trata de uno de los principios de buen gobierno propuestos por la OCDE, la información al mercado merece un tratamiento separado. La principal medida de protección a los inversionistas contenida en la Ley 964 de 2005 es precisamente la provisión de "mecanismos que propendan por asegurar el flujo de información oportuna, exacta, veraz y suficiente que le permita a los inversionistas conocer los potenciales riesgos y beneficios para efectos de tomar decisiones informadas"²⁹. Esta medida también se alinea con la tendencia internacional que considera la materialidad de la información, y que ya estaba siendo adoptada por la regulación como se comentó previamente.

Tal propósito se desarrolla en la inclusión del acopio, procesamiento y suministro de información al mercado como actividad relevante (art. 3.º lit. i), en la competencia expresa al Gobierno nacional de establecer las normas dirigidas a la divulgación de información que se deba suminis-

trar al supervisor y al mercado (art. 4.º lit. g) y a las previsiones respecto del Sistema Integral de Información del Mercado de Valores (art. 7.º).

Sin embargo, para que se materialice una real protección de los inversionistas, en el proceso regulatorio subsiguiente deberá demostrarse si los requerimientos respecto de la información realmente van a aumentar el flujo de esta hacia los inversionistas, o por el contrario, si los prospectos de nuevas emisiones continuarán teniendo poco valor especialmente para los inversionistas consumidores (POSNER, 1992: 420). Esto deberá ir complementado con el desarrollo oportuno de la facultad al Gobierno nacional de definir quiénes tendrían la calidad de clientes inversionistas y de inversionistas profesionales, y en consecuencia cuáles serían las obligaciones que en materia de suministro de información tendrían los intermediarios (art. 4.º lit. e).

3. La introducción del finality en las operaciones con valores

Este principio de los sistemas de compensación y liquidación, que está dentro de las propuestas del Grupo de los Treinta a raíz de la crisis de finales de los ochenta del siglo XX³⁰, consiste en garantizar el cumplimiento de las operaciones en tiempo, plazo, cantidad, precio y provisión de fondos del mismo día en que se finiquita la operación.

Con lo anterior se pretende elevar los estándares de los sistemas de compensación y liquidación, y disminuir los riesgos para los inversionistas. Es así como la ley en su artículo 10.º prevé que las operaciones con valores serán firmes, irrevocables, exigibles y oponibles frente a terceros desde el momento en que hayan sido aceptadas por el

sistema. Igualmente, según se establece en el artículo 11 las garantías entregadas por cuenta de un participante para el cumplimiento de las operaciones, no podrán ser objeto de medidas cautelares una vez hayan sido aceptadas por el sistema de compensación y liquidación.

Evidentemente medidas como las descritas, adicionadas a otras más en esta materia, ponen al país en el nivel de los mercados más desarrollados en materia de estándares de compensación y liquidación, a la vez que otorgan seguridad a los inversionistas.

4. Las obligaciones de suministro de información

A este respecto, una falencia que se observa en la ley y que aleja al mercado local de los estándares internacionales, es la definición de responsabilidad a todos aquellos que tienen obligaciones de suministro de información o de asesoría a clientes. De hecho, la Ley 964 de 2005 solamente asigna obligaciones de información a los intermediarios para sus clientes, como se prevé en el artículo 4.º literal e), según el cual el Gobierno nacional debe solicitar a los intermediarios el suministro a sus clientes de la información que les permita tomar decisiones informadas.

En el anterior sentido, la asesoría de inversión no se considera en la ley una actividad relevante, por lo que habría que esperar a una declaratoria en tal sentido por parte del Gobierno nacional. Igualmente, la ley no se manifiesta respecto de la responsabilidad de personas como los asesores en materia de banca de inversión, actividad que actualmente no se encuentra regulada y que es ejercida por entidades sujetas en algunos casos a la vigilancia de la Superintendencia Bancaria, en otras por sociedades comisionistas de

bolsa que están bajo la supervisión de la Superintendencia de Valores, y en algunos más por entidades no sujetas a ningún tipo de supervisión. En este caso también habría que esperar la manifestación del Gobierno nacional respecto de si se trata de una actividad relevante, y de si quienes la ejerzan deberán inscribirse en el Registro de Agentes del Mercado.

Como se ve, las previsiones introducidas en la ley parecerían no ser suficientes para un cumplimiento completo y a cabalidad de los propósitos enunciados por la IOSCO al formular el principio de protección a los inversionistas, más cuando algunos asuntos requerían necesariamente de marco legal, y aun cuando la Ley 964 de 2005 presenta avances en el reconocimiento y defensa de los derechos de los inversionistas, no es posible decir que se haya completado un marco de acción en este sentido.

5. La resolución de conflictos

Otra falencia del marco regulatorio actual es la ausencia de mecanismos adecuados y oportunos de resolución de controversias, así como la carencia de formas de resarcimiento de perjuicios para inversionistas mal informados, deficientemente asesorados, o que no tienen los elementos suficientes para realizar análisis sobre la información disponible en aras de tomar responsablemente sus decisiones.

Al respecto, se podría haber contemplado la reorganización de jueces comerciales especializados o la asignación de competencias a una entidad como la Superintendencia de Sociedades. Sin embargo, dado que la estructura normativa acorde a este planteamiento envuelve definiciones desde el nivel constitucional, en aras de una respuesta

pronta y efectiva las alternativas deberán contemplar el espectro de maniobrabilidad que se le otorgó al Gobierno en la definición de sus competencias, lo que limita la efectividad en la implementación de las soluciones que se adopten.

6. Las ofertas públicas de adquisición

Finalmente, una breve alusión a las ofertas públicas de adquisición, sin que se pretenda entrar a dilucidar temas importantes como la obligatoriedad en todos los casos de realizar este tipo de procedimientos, incluso cuando sean realizados por entidades transnacionales. Aun cuando se da una facultad al Gobierno nacional de establecer mediante normas de carácter general la regulación aplicable a las ofertas públicas, sus diferentes modalidades, así como la revocabilidad de las mismas (art. 4.º lit. b), no se ve con claridad una relación con el cumplimiento de principios de protección a los inversionistas, que se podrían reflejar en un precio justo y/o la oportunidad de la realización de su inversión en términos justos, o una salida 'limpia' (*exit on fair terms*).

C. Desjudicialización

Otro fenómeno de bastante discusión cuando se habla de derecho regulatorio es el llamado proceso de desjudicialización, que no es otra cosa que la posibilidad que le asiste a algunos funcionarios públicos, diferentes a los jueces y tribunales, de administrar justicia de manera excepcional, sin mermar la identidad de estos, en los ámbitos propios de su especialidad, con una mayor rapidez y eficacia e idénticas garantías para los administrados.

En desarrollo de este proceso, los administrados se encuentran frente a la posibilidad de que funcionarios de naturaleza diferente a los jueces, administren justicia sólo en aquellos casos en los que su experticio técnico les permite adelantar investigaciones mucho más ajustadas a la realidad económica, con beneficios adicionales en cuanto a celeridad en los procesos y la obtención de mejores resultados con menores costos. Esto evidencia la influencia de criterios económicos en las definiciones respecto de las estructuras de control social que se pretende implantar, por cuanto se introduce requisitos de capital humano para lograr estándares de celeridad y eficiencia.

En este sentido, el tránsito de las reglas del derecho formal a los estándares propios del derecho regulativo, significan, en términos de SHÄFER (2000: 171), que aun cuando el costo de establecer dichos estándares puede ser menor, el del cumplimiento (*enforcement*) necesariamente debe ser mayor por cuanto los funcionarios encargados de administrar justicia deberán analizar mayor número de variables de carácter técnico, que exige mayor preparación y seguramente el apoyo en otras disciplinas.

Pero este esquema de desjudicialización posee límites en su aplicación, pues al ser una facultad excepcional debe ser interpretada y aplicada de manera restrictiva. Así las cosas, dentro de los límites propios de cada investigación sancionatoria, deben establecerse las mismas garantías y principios que se aplican por un juez. Esto significa que ante cualquier vacío, el juicio del administrador de justicia tenderá a resolverlo a favor del investigado, anulando eventualmente las ventajas que incentivan la implementación del sistema.

En virtud de esta situación, es posible que la Superintendencia de Valores pueda adelantar investigaciones sobre todos sus vigilados y controlados y de la misma forma pueda establecer medidas sancionatorias sobre ellos, en aquellos casos en los que se han vulnerado los intereses de los inversionistas, se han desconocido las normas del mercado de valores o se han desobedecido las ordenes del supervisor.

Sin querer indicar que el régimen sancionatorio anterior a la Ley 964 de 2005 se encontraba en franca debilidad, debe resaltarse que las innovaciones presentadas en el nuevo ordenamiento permiten avanzar de una manera favorable hacia el fortalecimiento de las funciones sancionatorias, y en la misma medida establece un rango de garantías que redundan en la certeza y estabilidad jurídica que deben ser inherentes al ejercicio de esta facultad excepcional de administración de justicia, aún en el segmento de la responsabilidad administrativa.

El complejo mundo de las transacciones sobre valores exige que el supervisor goce de fuertes herramientas y de capacidad de respuesta que le permitan afrontar las conductas contra el mercado, aun las que con criterio oportunista desarrollan algunos agentes aprovechando las posibilidades que dan los avances en tecnología y comunicaciones, especialmente después del 9/11, y así cumplir con el fin último de proteger la confianza de los inversionistas y del público en general, cuya responsabilidad detenta y justifica la función sancionadora.

Los aspectos más representativos de la reforma hecha al régimen sancionatorio, hacen relación a los siguientes aspectos:

En primer lugar, la incorporación de reglas de juego claras en la tipificación de las infracciones, en la medida en que se

determinan de manera detallada las conductas que pueden llegar a ser objeto de sanción, así como la especificación de los diferentes sujetos (art. 50 de la ley) que las pueden desarrollar, le permiten al supervisor tener una política clara frente a los agentes que participan en él.

Respecto del mercado se puede añadir que al haber tenido los agentes oportunidad de participar en el diseño de las normas y de estar vinculados a su elaboración, avanzan en certeza respecto de la forma como pueden desarrollar sus actividades, obviamente dentro del marco de principios y criterios establecidos por la autoridad reguladora, asumiendo que de infringirse las normas, el elemento subjetivo de la plena voluntad y voluntariedad se hace manifiesto.

En segundo lugar, el establecimiento de los principios de proporcionalidad, disuasorio de la sanción, de revelación dirigida y de contradicción (art. 51), fortalecen y legitiman el ejercicio de dicha función, ya que orientan la potestad sancionadora administrativa de la Superintendencia de Valores, y si a este aspecto le agregamos la posibilidad de graduar las sanciones bajo ciertos criterios, es lógico pensar que nos encontramos en un escenario en el cual se han fortalecido las facultades de *enforcement*, pero de la misma manera se implementan criterios propios de los mercados modernos de valores como el norteamericano.

En tercer lugar debemos resaltar el aprovechamiento que se hizo por parte del legislador de terminar de una sola vez las múltiples discusiones sobre varios aspectos controversiales a la luz del derecho, como es el caso del término de caducidad, la posibilidad de establecer recursos de apelación frente a las decisiones de los superintenden-

tes delegados, los esquemas de notificaciones y el periodo probatorio.

De la misma forma, se pretendió eliminar el gran inconveniente que generaban los montos de las multas, pues existían valores pequeños que terminaban siendo incluidos dentro de la estructuración de las operaciones contra el mercado como un costo más, previendo que ese incentivo perverso generado por los montos bajos se eliminaba de manera sustancial, en la medida que se establecieron valores de multas (art. 55), tanto individuales como institucionales lo suficientemente altas³¹ como para lograr ser disuasorias entre los agentes que participan en el mercado.

Ahora bien, es de considerar que el simple hecho de haber tenido como objetivo simplemente la elevación de las multas³², no garantiza la función disuasoria de la sanción. Esto por cuanto no se prevé que la Superintendencia, que es la que debe determinar los montos, dentro de los límites establecidos ya mencionados, pueda relacionar la sanción con los beneficios de la operación realizada por fuera del ordenamiento del mercado. En términos de POSNER (1992: 349-350) implica que una sanción demasiado alta puede producir el mismo efecto que una muy baja, en el entendido que no necesariamente va a desestimular la ejecución de una conducta.

CONCLUSIONES

1. El derecho regulativo surgió con objetivos concretos de corregir desequilibrios y prevenir situaciones de riesgo social. Lo que también se ha llamado derecho instrumental o útil, pretende lograr estándares de eficiencia ante el aparente fracaso del derecho formal, y tuvo su origen precisamente con

la crisis del liberalismo clásico durante la Gran Depresión.

2. El derecho regulativo es intervencionista, en el sentido en que es el Estado el que determina las reglas de juego de las actividades económicas, a la vez que supervisa su cumplimiento. De hecho, lo que da lugar al desarrollo del derecho útil es el Estado del Bienestar, en el que la atención de los derechos económicos y sociales tiene una alta relevancia.

3. La Ley 964 de 2005 es una manifestación del derecho regulativo. Sus objetivos son, la protección de los inversionistas y la obtención de la eficiencia, organización y disciplina del mercado, entre otros, mediante los cuales se pretende lograr el desarrollo del mercado a la vez que condiciones para mejorar la disponibilidad de recursos de financiamiento de la economía. Estos objetivos se enmarcan dentro de los principios propuestos por la IOSCO para los reguladores de valores, por los que se busca la protección de los inversionistas, el logro de un mercado justo, organizado y transparente, y el control del riesgo sistémico.

4. Otro objetivo para la Ley 964 de 2005 contenida en la exposición de motivos y en las ponencias para debate en el Congreso, indican que se quiso establecer un marco regulatorio íntegro y completo para el mercado de valores, separándolo del correspondiente al sector financiero a cuya sombra se había venido desarrollando. Al respecto, aun cuando se avanzó en la materia, de un lado, no se puede decir que el objetivo haya quedado totalmente cumplido por cuanto determinados agentes seguirán siendo regulados y supervisados con normas ajenas al mercado, y de otra parte, habrá que esperar a una evaluación de la regulación actual y a su completa adecuación.

5. La ley del mercado de valores procura claramente la integración de la regulación nacional en la tendencia mundial de aplicar estándares propios de los mercados desarrollados. La influencia de los organismos internacionales ha jugado un papel importante en esta orientación, sin embargo, no existe una identidad plena entre la motivación de la ley del mercado y el contexto de su aplicación. Aparejado a lo anterior, la persistencia y el afán por elevar los estándares de la industria sin existir una labor precedente de análisis sobre el impacto de las mismas, plantea un escenario interesante que tendrá que ser definido por el Gobierno nacional mediante el ejercicio de sus facultades de regulación.

6. La intención de trasladar funciones de regulación a los mismos agentes que operan en el mercado genera sinergias importantes, sin embargo, queda en entredicho el aspecto de la independencia. Como muchas otras cosas, los funcionarios del Gobierno nacional que diseñen el esquema de balances deberá ponderar la estabilidad del mercado, la credibilidad y eficacia de sus instituciones y así como el fin último de promoción del mismo. Aunque la pregunta es cómo podemos asegurar la transparencia regulativa, cuando el mismo Estado se ha convertido en uno de los agentes más importantes del mercado.

7. Asumido el nuevo contexto presentado en la ley del mercado de valores, los costos aparejados a la adopción de la explosión regulativa que se avecina, tanto para los funcionarios que la desarrollan así como para los agentes objeto de la misma, aunados a la decisión política de fusionar los organismos de supervisión, necesariamente deberán reflejar la inestabilidad jurídica derivada del proceso, sin embargo, debe tenerse en cuenta que la propia dinámica

del mercado y su inercia continuará operando independientemente de la existencia del marco regulatorio completo e incluso con o sin la definición del supervisor.

8. Los fenómenos como la administrativización y la desjudicialización, que manifiestan la incorporación del derecho regulativo en las normas financieras, definitivamente ofrecen un campo de maniobrabilidad más amplio en relación con los esquemas rígidos que las originaron, sin embargo no deben ser consideradas como criterio único para pensar que con su implementación se llegará al nirvana del derecho financiero.

9. Finalmente, habrá que esperar el resultado de la reglamentación de la ley y de su implantación para verificar si los instrumentos previstos en la misma son los suficientes y adecuados para lograr el objetivo último de lograr canales de financiación a las empresas complementarios a los financieros. El logro de la confianza del público, debe ir acompañado de la definición y promoción de una política pública dirigida al desarrollo del sector para en último término lograr fuentes de financiamiento para el sector real y posibilidades de inversión según un perfil de riesgo de los inversionistas, de la rápida actualización de la regulación en lo que ahora le corresponde al Gobierno nacional, de la asignación de los recursos necesarios para la implantación de las normas, de la atracción de los mejores profesionales en los procesos de regulación y supervisión, y de la implantación de procesos de seguimiento, monitoreo y ajuste oportuno a la regulación (*enforcement*).

BIBLIOGRAFÍA

BLANCO, CONSTANZA (2003). *La reforma al mercado público de valores en Colombia*, *Revista*

Iberoamericana de Mercados de Valores, n.º 9, Madrid, agosto de 2003, pp. 50 a 72.

CALVO, MANUEL (1992). *Teoría del Derecho*, Madrid, Tecnos (ed. corregida y aumentada), 2000.

CALVO, MANUEL (1999). *Transformaciones del derecho y crisis de la Justicia*, mimeo.

CALVO, MANUEL (2004). *Democracia y principio de legalidad en el Estado regulativo*, mimeo.

Congreso de la República. Ley 35 de 1993.

Congreso de la República. Ley 964 de 2005.

Congreso de la República. Exposición de motivos del Proyecto de ley 033 de la Cámara de Representantes: "Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones".

Congreso de la República. Ponencia para tercer debate del Proyecto de ley 033 de la Cámara de Representantes.

GALBRAITH, JOHN KENNETH (1955). *El Crack de 1929*, ÁNGEL ABAD (trad.), Ariel, Barcelona, 1986 (*The Great Crash 1929*, Boston, Houghton Mifflin Company, 1979).

GARCÍA, CATIANA (1998) (ed.). *Apuntes para la liquidación de valores*, San José, Superintendencia General de Valores de Costa Rica, 1998.

IOSCO (2003). *Principles and Objectives of Securities Regulation*, en [www.iosco.org].

MARTÍNEZ, NESTOR (1986). *La intervención del Estado en el mercado público de valores. De la Comisión Nacional de Valores*, Bogotá, Temis, 1986.

OCDE (2004). *Principles of Corporate Governance*, en [www.ocde.org].

POSNER, RICHARD (1992). *El análisis económico del Derecho*, EDUARDO SUÁREZ (trad.) [*Economical Analysis of Law*], México, Fondo de Cultura Económica, 2000.

SCHÄFER, HANS-BERND (2000). "Reglas vs. Estándares en Países en Desarrollo", en III *Colección de Derecho Económico Enrique Low Murtra* (2001), JOSÉ MANUEL ÁLVAREZ (trad.), pp. 169 a 185.

Superbancaria, en [www.superbancaria.gov.co].
Supervalores, en [www.supervalores.gov.co].

VANOLI, ALEJANDRO (2002). "¿Hacia una nueva arquitectura financiera internacional?", *Revista Iberoamericana de Mercados de Valores* n.º 6, Madrid, julio de 2002, pp. 53 a 65.

WEBER, MAX (1922). *Economía y sociedad, esbozo de sociología comprensiva* [*Wirtschaft und Gesellschaft, Grundriss der Verstehenden Soziologie*, JOSÉ MEDINA ECHAVARRÍA et ál. (trads.)], 2.ª ed., México, Fondo de Cultura Económica, 2002.

* Las opiniones de los autores no comprometen a las entidades para las cuales trabajan.

- 1 Un examen del papel jugado por la Reserva Federal en la crisis de 1929 se puede consultar en GALBRAITH (1955).
- 2 Cfr. Exposición de motivos del Proyecto de ley 033/04 de la Cámara de Representantes.
- 3 Cfr. páginas web de las superintendencias Bancaria y de Valores.
- 4 Cfr. Supervalores (2002) y BLANCO (2003).
- 5 Al respecto se pueden ver las reformas en los últimos años a las leyes de valores de Perú, Brasil, México y Chile, y por supuesto la reciente Ley 964 de 2005 en Colombia, entre otras.
- 6 La segunda oleada se dio en los años 60 y 70 del siglo XX para resolver problemas relacionados principalmente con los servicios de salud y con el medio ambiente (CALVO, 2000).
- 7 Cfr. Exposición de motivos del Proyecto de ley 033/04 de la Cámara de Representantes.
- 8 Idem.
- 9 Art. 150 num. 19 lit. d) C. P.
- 10 En tanto el Ministerio de Desarrollo Económico desapareció y sus funciones fueron asignadas parcialmente al Ministerio de Comercio, Industria y Turismo.
- 11 Adicionalmente el Superintendente de Valores tiene competencias en normas que no son propiamente del mercado de valores, como la Ley 100 de 1993, y la Superintendencia de Valores, a su vez, tiene competencias entre otras, en la Ley 546 de 1999.
- 12 La facultad regulatoria sin concepto previo incluye la competencia residual.
- 13 Exposición de motivos Proyecto de ley 033/04 Cámara de Representantes.
- 14 Así está establecido en el cronograma previsto para la integración de las superintendencias Bancaria y de Valores, presentado por el gerente del proyecto, AUGUSTO ACOSTA TORRES,

en el CEDEF de la UEC en junio 22 de 2005.

- 15 Esto al tiempo con la obligación de supervisar a los sujetos que desarrollan las actividades. Cfr. art. 189 num. 24 C. P.
- 16 Excepto la acción cambiaria de regreso. Cfr. Ley 35 de 1993 art. 41 y Resolución 400 de la Sala General, parág. art. 1.3.1.6.
- 17 Cfr. Resolución 400 art. 1.6.1.1.
- 18 *The term security means any note, stock, treasury stock, security future, bond, debenture, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement or in any oil, gas, or other mineral royalty or lease, any collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or in general, any instrument commonly known as a security, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing, but shall not include currency or any note, draft, bill of exchange, or banker's acceptance which has a maturity at the time of issuance of not exceeding nine months, exclusive of days of grace, or any renewal thereof the maturity of which is likewise limited. Securities Exchange Act 1934.*
- 19 Estos requisitos están contenidos en la Resolución 400 de la Sala General, arts. 1.1.1.1 y siguientes.
- 20 Cfr. Ley 10.303 de octubre de 2001 del Congreso de Brasil que modificó la Ley de Sociedades por Acciones y la Ley de Valores.
- 21 Arts. 39, 108-3 y 188 Estatuto Orgánico del Sistema Financiero
- 22 Art. 2.2.12.2 Resolución 948-1 de 2004.
- 23 Parág. 2 art. 8.º Ley 964 de 2005.
- 24 Art. 1.º num. b Ley 35 de 1993.
- 25 Cfr. Resol. 932 de 2001 de la Sala General.
- 26 Cfr. Resol. 70 de 2001 de la Sala General.
- 27 Cfr. Resol. 127 de 2002 del Superintendente de Valores.
- 28 Ponencia para tercer debate del proyecto de ley del mercado.
- 29 Cfr. Exposición de motivos de la ley.
- 30 Cfr. GARCÍA (1998).
- 31 El valor de la multa institucional con vigencia del 16 de enero de 2005 al 15 de enero de 2006 corresponde a \$661.100.010 y de la personal con la misma vigencia es de \$132.220.002.
- 32 Exposición de motivos del Proyecto de ley 033/04 de la Cámara de Representantes.

ANEXO I
COMPARATIVO ENTRE EL DERECHO FORMAL Y EL DERECHO REGULATIVO

DERECHO FORMAL	DERECHO REGULATIVO
<p>Derecho formal del modelo liberal, formación de los estados nacionales, idea de superlegitimación de la ley. Excluye cualquier otra forma jurídica que no sea producida por el Estado.</p> <p>Derecho rígido hasta cierto punto. Estático.</p> <p>Se modifica por concurso del Congreso. Sus instrumentos son leyes y códigos.</p> <p>Tutela la igualdad formal de los seres humanos ante la ley y en la aplicación de la ley, y la división de poderes, y surge para controlar abusos por parte de la autoridad.</p> <p>Producido dentro del Estado.</p> <p>Orienta el comportamiento social sin intervenir, mediante la provisión de patrones o medios jurídicos apropiados para el establecimiento de relaciones jurídicas o acuerdos privados entre los particulares, generando las consiguientes obligaciones, verbigracia los contratos. La ley es neutral en su contenido y neutral en su aplicación.</p> <p>Las decisiones se toman en mercados libres. El Estado es el guardián de las relaciones sociales.</p> <p>El Estado facilita el desarrollo de instituciones jurídicas que los particulares pueden o no utilizar. La seguridad económica se recoge en códigos.</p> <p>Tiene una estructura unitaria, da unidad a una estructura política. Orientado a garantizar los pesos y contrapesos entre los poderes públicos.</p> <p>Al tener el monopolio de la coerción en manos del Estado (ideal del liberalismo) garantiza las expectativas en los momentos de crisis. Resuelve los conflictos por medios judiciales.</p>	<p>Derecho regulativo surgido por la crisis del liberalismo de finales de los años veinte.</p> <p>Derecho flexible en su aplicación. Dinámico.</p> <p>Se modifica por las autoridades administrativas (Ejecutivo) y se manifiesta en resoluciones y circulares (deslegalización, administrativización del derecho). Incorpora en su elaboración saberes de otras disciplinas.</p> <p>Su objetivo es lograr efectividad en la aplicación del derecho y surge por el aparente fracaso, o falta de efectividad, del derecho 'formal'.</p> <p>Condicionado por la globalización y por las demandas sociales. Estándares persiguen estar a la altura de los mercados internacionales. Principios de los organismos internacionales. Necesidad de integración.</p> <p>Manifestación de intervención del Estado por medio del derecho en la vida social. Los agentes participan en el diseño de la regulación. Los agentes conocen las reglas de juego y atienden a su cumplimiento. Defensa de los derechos de los consumidores (inversionistas clientes o consumidores). Búsqueda de la confianza del público.</p> <p>Evidencia las fallas del mercado y establece mecanismos para corregirlas y evitar y prevenir riesgos.</p> <p>Las autoridades administrativas determinan cuáles deben ser las conductas a seguir en el desarrollo de las actividades.</p> <p>Relación con el estado del bienestar (estado social de derecho). Orientado a fines y con costos bajos para el Estado (aunque puede ser alto para los administrados), promete grandes réditos políticos.</p> <p>Los conflictos se resuelven por mecanismos alternativos, como cámaras de conciliación o mediación, o tribunales de arbitramento (Desjudicialización).</p>

DERECHO FORMAL	DERECHO REGULATIVO
<p>Todo debería hacerse dentro del marco específico jurídico diseñado dentro de una racionalidad formal, respetando los derechos de los individuos y las libertades públicas.</p>	<p>Se interviene con criterios técnicos, cuando se quiere evitar o prevenir situaciones de riesgo social (o económico). Hay discrecionalidad. Enfrenta flexibilidad con valores fundamentales.</p>
<p>El modelo es garantista acorde con la ideología liberal, otorga a los individuos mecanismos para defenderse de las arbitrariedades del Estado, mediante el equilibrio de poderes.</p>	<p>Lo que se trata de garantizar es que el objeto tutelado (la confianza del público) se proteja.</p>
<p>El modelo liberal se basa en libertad individual, respeto al derecho de propiedad.</p>	<p>Derechos de los consumidores. Derecho a la información. Derecho al acceso a los beneficios de los avances tecnológicos.</p>
<p>La contravención lleva a políticas represivas y sanciones.</p>	<p>La contravención lleva a plantear políticas de prevención: publicación de la sanción para que tenga efectos disuasivos.</p>

Fuente: Escritos de MANUEL CALVO GARCÍA.

ANEXO II

DESARROLLO DEL PRINCIPIO DE PROTECCIÓN A LOS INVERSIONISTAS EN LA LEY 964 DE 2005

ARTÍCULO DE LA LEY	DESARROLLO DEL PRINCIPIO DE PROTECCIÓN A LOS INVERSIONISTAS
<p>1.º literal a)</p>	<p>Es objetivo de la intervención la protección de los derechos de los inversionistas.</p>
<p>1.º literal b)</p>	<p>Es criterio de la intervención: – La provisión de información oportuna, completa y exacta (información material). – La garantía de que las operaciones realizadas sean llevadas a su puntual y exacta compensación y liquidación (<i>finality</i>).</p>
<p>3.º</p>	<p>Es actividad del mercado de valores la administración de activos. Aunque se deja de lado en el desarrollo de la ley a los inversionistas institucionales más grandes, como son los fondos de pensiones, se avanza al incluir dentro de la definición a los fondos fiduciarios.</p>
<p>4.º</p>	<p>Es competencia del Gobierno nacional como regulador: – Definir las calidades de cliente inversionista y de inversionista profesional teniendo en cuenta diversos criterios, así como las reglas aplicables a las relaciones con otros participantes del mercado. Sin embargo, no se reconoce aun la necesidad que los primeros requieren de mayor asesoría, información y consejo. – Solicitar a los intermediarios que suministren a sus clientes la información necesaria para la toma de decisiones. Se avanza en la adopción de criterios de materialidad en la información. – Dictar las normas relacionadas con el sistema de información al mercado. De nuevo se hace énfasis en la importancia de la información al mercado.</p>

ART. DE LA LEY	DESARROLLO DEL PRINCIPIO DE PROTECCIÓN A LOS INVERSIONISTAS
7.º Parág. 5.º	<p>– Establecer las normas dirigidas a la divulgación de información que debe suministrar por parte de los diversos agentes, así como las condiciones de acceso a dicha información. También está relacionado con la materialidad de la información.</p> <p>– Dictar las normas relacionadas con gobierno corporativo de los diversos participantes en el mercado. Dentro de los principios de buen gobierno societario se encuentra la divulgación de información relevante al mercado y la protección de los derechos de los accionistas y terceros con intereses en las compañías, incluidos los inversionistas.</p> <p>Quienes realicen actividades de negociación de valores, administración de activos, o aquellas relacionadas con tesoreras o mesas de dinero deberán aprobar exámenes de idoneidad e inscribirse en el Registro de Agentes del Mercado. Aunque es un aspecto positivo para el cuidado de los intereses de los inversionistas, no se avanza en la definición de responsabilidades legales para quienes tienen la obligación de suministrar información material.</p>
10.º	<p>Establece la irrevocabilidad y no oponibilidad de las operaciones con valores una vez sean aceptadas a compensación en el depósito de valores. Esta disposición es de la mayor importancia para garantizar el <i>finality</i> de las operaciones y de paso los derechos de los inversionistas.</p>
11	<p>Determina la imposibilidad de establecer medidas cautelares respecto de las garantías afectas a las operaciones con valores, hasta tanto no se cumplan por completo las obligaciones derivadas de tales operaciones. En el mismo sentido del anterior, también va en el sentido de garantizar el <i>finality</i> de las operaciones.</p>
39	<p>Dentro de las previsiones para las sociedades inscritas, definidas en el artículo 38, está la posibilidad de establecer mecanismos de elección de miembros de junta directiva diferentes del cociente electoral, siempre que con tales mecanismos aumente el número de accionistas minoritarios. Aunque tal medida se inserta dentro de los principios de buen gobierno societario, en principio no parecería haber incentivo para las sociedades adopten estas medidas.</p>
40	<p>Establece la obligación a las juntas directivas de responder a las propuestas realizadas por los accionistas minoritarios. También se enmarca dentro de lo previsto en los principios de buen gobierno societario.</p>
41	<p>Contenido del reglamento de suscripción de acciones. Establece que el reglamento deberá contener la cantidad y proporción de las acciones, el plazo de la oferta, el precio y el plazo dentro del cual serán pagadas.</p>
42	<p>Readquisición de acciones y enajenación posterior. Deberá garantizarse igualdad de condiciones para todos los accionistas.</p>
43	<p>Acuerdos entre accionistas. Los acuerdos deberán divulgarse al mercado para que produzcan efectos.</p>
44	<p>Juntas directivas independientes, al menos en una cuarta parte de su conformación. Es un avance notable en materia de principios de buen gobierno societario.</p>
45	<p>Comités de auditoría. Se trata de otro avance importante en buen gobierno, en este caso en los esquemas de control de las compañías.</p>

ART. DE LA LEY	DESARROLLO DEL PRINCIPIO DE PROTECCIÓN A LOS INVERSIONISTAS
46	Certificación sobre los estados financieros por parte de los representantes legales. Con esto se avanza en el reconocimiento de obligaciones en materia de suministro de información material a los inversionistas.
47	Responsabilidad en el establecimiento y mantenimiento de sistemas de revelación de información. Al igual que el anterior, está dentro de las normas dirigidas a lograr estándares en información material.
50 literal b)	Conductas contra el mercado que son infracciones. Es un avance notable en materia de protección de la integridad del mercado.
50 literal d)	Contabilidad con errores que impidan conocer la verdadera situación patrimonial o las operaciones. Aunque no se trata de información al mercado propiamente, es favorable a los inversionistas por cuanto va en la dirección de lograr estándares de información adecuada.
50 literal d)	Información privilegiada. Este es un tema que tenía avances muy tímidos, hasta esta ley. En otros ámbitos, es uno de los puntales de la protección de la integridad del mercado.
50 literal g)	No divulgación de la información al mercado. Encaja dentro de los puntos correspondientes a información material.
50 literal i)	Publicidad engañosa.
50 literal n)	Divulgar información falsa o engañosa. También está dentro del ámbito de la información material.
50 literal t)	Incumplir normas sobre defensor del cliente etc. Desarrolla el tema de protección a los consumidores.
68	Separación patrimonial.

Fuente: Ley 964 de 2005.

