

El nuevo marco institucional del mercado público de valores en Colombia

CONSTANZA BLANCO BARÓN*

INTRODUCCIÓN

Recientemente sucedieron dos hechos relevantes para el análisis de la construcción de un marco institucional para el mercado de valores en Colombia. En primer lugar, el Congreso de la República dictó la Ley Marco 964 de 2005 para el Mercado de Valores¹, y en segundo término, se produjo la integración de la supervisión de los segmentos intermediado y desintermediado del mercado de capitales mediante la creación de la Superintendencia Financiera de Colombia².

Aunque es poco el tiempo transcurrido desde que entró en vigencia la Ley Marco y desde que se integró la supervisión del sistema financiero colombiano en su sentido amplio, vale la pena reflexionar sobre los efectos inmediatos que podría el nuevo marco institucional del mercado de valores sobre su desarrollo, así como sobre las tendencias previsible que abordarán tanto reguladores como supervisores en los próximos meses.

Antes de entrar en el análisis, es importante recordar que aunque las dos situaciones mencionadas confluyen en el marco

institucional actual del mercado, tienen orígenes y justificaciones distintos. De un lado, el objetivo de la Ley 964 de 2005 era dotar al mercado de valores de "un marco regulatorio adecuado y eficiente que permitiera mayores niveles de crecimiento, alternativas a las fuentes tradicionales de financiación empresarial y, sobretudo, de un marco claro de actuación para todos los participantes en el mercado..." (CARRASQUILLA, 2004). Como se establece en las ponencias para la discusión del proyecto de ley en el Congreso, claramente se buscaba fortalecer al mercado de valores, liberándolo de la tutela de la regulación financiera, y que se constituyera en fuente efectiva de financiamiento del sector real y por ende de desarrollo para la economía.

Por otra parte, con la integración de la supervisión de los segmentos intermediado y desintermediado del mercado de capitales³, se quiso adecuar la estructura de supervisión del sistema financiero en su sentido amplio a los "considerables cambios que durante los últimos años han sufrido los mercados financieros" en cuanto a su estructura y a la dinámica y riesgo de las operaciones que realizan, de manera que la nueva

superintendencia debería concentrar sus esfuerzos en la "efectiva y eficiente supervisión de los principales riesgos a los que están expuestas las entidades del sistema" (DNP, 2005). Esto dentro del programa de reforma del Estado adelantando por el Gobierno Nacional, programa orientado a la reducción de su tamaño para dirigirlo a la atención prioritaria de las necesidades del ciudadano, entre otros factores (JIMÉNEZ, 2005: 27), con consecuencias en una posible reducción del problema fiscal, pero que no presenta como objetivo específico el desarrollo del mercado.

El objetivo de este artículo es hacer una aproximación al cumplimiento de los propósitos de ambos procesos, desde el punto de vista del marco institucional que se está construyendo, y verificar si eventualmente podrían mostrar resultados contradictorios para el desarrollo del mercado público de valores. En este sentido se hará, para diversos temas, en primer lugar una evaluación de lo que se habría ganado en cuanto al desarrollo de un marco institucional adecuado para el segmento desintermediado del mercado de capitales, seguido de la propuesta de algunos aspectos en los que posiblemente se perdió para el mercado, y por último de lo que no se resolvió o quedó aplazado. Al final se sacará algunas conclusiones.

I. UN MARCO INSTITUCIONAL QUE FACILITE UNA NUEVA REFORMA FINANCIERA

Es claro que al integrar la regulación y de la supervisión de los segmentos intermediado y desintermediado del mercado de capitales, las autoridades están construyendo un marco institucional que bien podría dirigirse

hacia la multibanca, y que sería consecuente con la propuesta de una nueva reforma financiera de la cual ya empieza a hablarse. Tal reorganización del sector financiero sería no solamente previsible sino también necesaria, a la luz de los acuerdos a los que se llegó para la firma del Tratado de Libre Comercio con los Estados Unidos (FLOREZ, 2004).

De igual forma, el Gobierno nacional tendría que adelantar una reforma financiera, si se atiende a las recomendaciones del Consejo Nacional de Política Económica y Social CONPES (2005: 10), que con posterioridad a que se tomara la decisión de integrar a las dos superintendencias del mercado financiero, propuso los lineamientos para adelantar una reforma integral del esquema institucional de la regulación y supervisión de este importante sector económico.

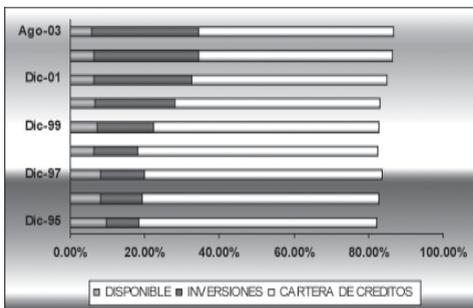
Una de las características de un sistema de multibanca es que se encuentra una confluencia de los riesgos que han asumido tradicionalmente los intermediarios bancarios, los riesgos de crédito, y los que se manejan en las operaciones con valores, los riesgos de mercado. Las razones por las cuales las entidades financieras que realizan intermediación ahorro-crédito como su función natural, migran a actividades no bancarias, se explicaría por las mayores economías de escala y de alcance que lograrían, por la disminución de costos de transacción y de información con los consecuentes aumentos en rentabilidad, y por la disminución del riesgo debida a la diversificación de sus actividades hacia las no-bancarias (SWARY, 1992: 407-410).

En efecto, una realidad evidente en Colombia es que los establecimientos bancarios han venido perdiendo su vocación de intermediarios ahorro-crédito, para conver-

irse en administradores de riesgo e información en el mercado de valores, lo que se agrega a que la escasez de crédito, que venía cayendo desde 1998, y su alto costo, estarían afectando seriamente la capacidad de financiamiento de la economía (MELO, 2005: 42 a 56).

La pérdida de vocación por el crédito se manifiesta en el crecimiento de los rubros de inversiones en los balances de las entidades, de un lado, y en el aumento de la importancia de sus ingresos provenientes de rendimientos de sus portafolios, frente a los intereses de la cartera de créditos, de otro. En efecto, al finalizar 2004 el total del portafolio sobre el activo de los bancos superaba el 32%, una participación casi nueve veces mayor que diez años antes (ACOSTA, 2005).

GRÁFICO N.º 1
COMPOSICIÓN DEL ACTIVO DE
LOS ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO



Fuente: FELABAN, noviembre de 2003.

Al mismo tiempo, los intermediarios tradicionales del mercado de valores, esto es, las sociedades comisionistas de bolsa, han venido variando sus objetivos, y por ende la importancia de sus fuentes de ingresos, desde la ejecución del contrato de comisión hacia la realización de operaciones por cuenta propia (asumiendo en forma cre-

ciente riesgo de contraparte) en primer término, y hacia otras actividades como la administración de activos de terceros. Es de anotar sin embargo, que la realización de operaciones por cuenta propia puede obedecer a la colocación en el mercado primario de papeles en procesos de emisión, mediante la realización de contratos de *underwriting*, pero el volumen de negociaciones en cuenta propia en secundario sería sustancialmente mayor que en primario.

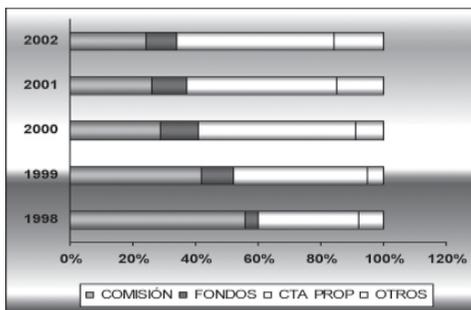
Adicionalmente, en su momento se le permitió a las sociedades comisionistas de bolsa el endeudamiento por bonos, equiparándolos a los intermediarios financieros que usualmente utilizan esta forma de financiación⁴.

De esta forma, el regulador no habría hecho otra cosa que aceptar que el mercado financiero (en su sentido amplio) estaría tomando un carácter 'especulativo', frente a su función natural de financiador de proyectos o de asignación de los recursos de ahorro de la economía hacia la inversión. Esto implica dos cosas: en primer lugar, como es de suponer, las autoridades del sector deben asumir con sumo cuidado las previsiones a tomar para el control del riesgo de las operaciones financieras, tanto por lo que corresponde a la posibilidad de pérdida en los portafolios de las entidades financieras, como por el cuidado por los eventuales incumplimientos en operaciones en el mercado de valores, eventos ambos que podrían desencadenar riesgo sistémico⁵.

Ahora bien, en segundo término, es de prever que un sistema financiero organizado como multibanca debería permitir un mejor ámbito para el financiamiento de la economía, en tanto teóricamente haría posible, de un lado, una consolidación del capital de base para el apalancamiento de

proyectos productivos, de otra parte una disminución de los costos de transacción y de información de los agentes, y por último el logro de economías de alcance y de economías de escala con efectos positivos sobre la profundización financiera, tal como se mencionó.

GRÁFICO N.º 2
SOCIEDADES COMISIONISTAS
DE BOLSA INGRESOS OPERACIONALES



Fuente: Superintendencia de Valores, 2003.

Desde este punto de vista, esto sería consecuente con los propósitos de la ley marco del mercado de valores, dirigidos a propiciar un ámbito para el desarrollo económico. Sin embargo, es de tener en cuenta que se perdería en capacidad de competencia entre el segmento intermediado y el desintermediado del mercado de capitales, en tanto las entidades prestadoras de servicios financieros preferirían realizar aquellas actividades que les fueran más rentables, o eventualmente menos riesgosas (SWARY, 1992: 410 a 416), como sería la negociación de valores, frente a la colocación de recursos de crédito o por emisión.

Aquí surgiría una cuestión y es si esta diversificación de actividades hacia las no-bancarias debe verse como una tendencia, o es coyuntural (BAQUERO, 2006), eventualmente por el peso que tienen los títulos de

la tesorería en el portafolio de los bancos y demás intermediarios financieros⁶. Así, estaría por verse la pertinencia de los argumentos basados en este cambio de actividad de los bancos que condujeron a la fusión de las superintendencias, que tiene además que ver con las políticas de manejo de la deuda pública interna y con el impacto de posibles –y tal vez cercanas– modificaciones a la estructura del financiamiento mundial⁷.

De otro lado, la integración del marco regulatorio del sector financiero iría en contravía del propósito de 'liberar' al mercado de valores de la tutela de la regulación financiera, uno de los propósitos de la ley marco (CARRASQUILLA, 2003). En efecto, siendo el sector bancario del mercado de capitales considerablemente más grande en tamaño que el mercado de valores, y teniendo las autoridades por propósito el cuidado de evitar riesgos de contagio en el sector financiero, que puedan desencadenar crisis sistémicas, es previsible que la prioridad en la regulación termine siendo el sector financiero, dejando en segundo término (de nuevo) al mercado de valores.

Consecuente con lo anterior, es claro que se estaría perdiendo una oportunidad de desarrollar un concepto de mercado 'institución', de manera que este se constituya más en financiador de proyectos económicos que en lugar para la especulación, e igualmente de la opción de avanzar en la provisión de mayores fuentes de financiamiento del sector real. Al respecto, en un proceso del que la ley del mercado hacía parte, se venía desarrollando una agenda tendiente a mejorar los estándares del mercado colombiano, en aspectos de información, contables y de auditoría, de negociación, compensación y liquidación, de gobierno, transparencia y rendición de

cuentas para los agentes, entre otros, claramente orientados al fortalecimiento del mercado en su función natural de canal de transformación del ahorro en inversión.

También sobre este punto, la Ley Marco actualizó el concepto de *valor*, poniéndolo en términos más parecidos a los estándares internacionales según los cuales el criterio para su definición es económico⁸, pero por otro lado la regulación de la oferta pública sigue siendo la contenida en la resolución 400 de la extinta Sala General⁹, con un criterio formal (no económico), al parecer sin esperanzas de una pronta actualización si se observa el contenido del proyecto por el cual se "copiaría" en un decreto dicha resolución 400, que por lo pronto fue archivado.

Por último, a pesar de los temas de gobierno corporativo que contiene la ley 964 de 2005, está por verse la capacidad de avanzar en la construcción de un régimen de sociedades cotizadas en Colombia. En efecto, la estructura empresarial seguirá dependiendo de los criterios formales y hasta cierto punto rígidos contenidos en la Ley de Sociedades, que entre otras cosas trata por igual a las sociedades abiertas que a las cerradas, lo que no tendría posibilidad de actualización si se atiende a lo previsto en la Ley Marco del mercado de valores¹⁰.

En consecuencia, si bien el marco institucional actual avanzaría en la construcción de un régimen de multibanca en Colombia, no se podría decir lo mismo en relación con el cumplimiento del objetivo de la Ley Marco de promover el desarrollo del mercado de valores, en tanto, dadas las actuales características del mercado financiero y la forma como se ha estructurado institucionalmente el sector, las prioridades de política y de regulación estarán dirigidas al control del ries-

go de las actividades de los agentes, más que a la provisión de recursos de financiación del sector real. También quedan pendientes temas importantes en la agenda de desarrollo del mercado, como las que iban dirigidas a la formación de un concepto de mercado institución, así como la construcción de un régimen de sociedades cotizadas, entre otros.

II. UN MARCO INSTITUCIONAL QUE PERMITA LA EFICIENCIA EN EL CONTROL DEL RIESGO

Uno de los propósitos fundamentales en la unificación de las superintendencias del sector financiero fue permitir la regulación efectiva del riesgo de las actividades de los diferentes intermediarios, tanto bancarios como del mercado de valores. Al mismo tiempo, esto debería hacer posible el control del riesgo de contagio que pueda causar una crisis del sistema financiero, con catastróficas consecuencias para la economía en su conjunto.

En este punto es de considerar que el riesgo es asumido en diferente forma en cada uno de los segmentos del mercado de capitales. Así, si bien en el segmento bancario lo pertinente es que los intermediarios asuman el riesgo de las operaciones, tanto en lo que corresponde a la financiación del sector real (caso en el cual comparten el riesgo con las empresas), como en lo relativo a sus propias inversiones de tesorería, para el caso del segmento desintermediado, quienes comparten el riesgo de los proyectos económicos, son los inversionistas.

Así, la preeminencia de la regulación de carácter prudencial, natural en los propósitos de la regulación bancaria, pone en segundo plano los principios de la correspondiente

al mercado de valores. Según la primera, corresponde unificar las normas relativas a la gestión de los riesgos de mercado, de crédito y operativo, tanto de los intermediarios de ahorro-crédito anteriormente vigilados por la Superintendencia Bancaria, como de los intermediarios de valores, que manejan posición propia y que estaban bajo la inspección de la Superintendencia de Valores. Esto al paso que los segundos privilegian la protección de los inversionistas y la organización y disciplina del mercado, sin olvidar que los reguladores deben disponer de instrumentos que permitan manejar y controlar el riesgo sistémico, tercer principio para los reguladores de valores (IOSCO, 2003). Tal principio está incluido como uno de los propósitos de la ley del mercado de valores¹¹.

En este punto es de considerar que con anticipación a la integración de las superintendencias, tanto la Superintendencia Bancaria como la Superintendencia de Valores contaban con herramientas para el control de los riesgos de las actividades financieras. En el primer caso, el desarrollo más reciente a este respecto es el relativo al Sistema de Administración de Riesgo Crediticio SARC que deben adoptar las entidades financieras¹², y en el segundo, ya en la regulación de riesgo de las sociedades comisionistas de bolsa se había adoptado los estándares de Basilea, en tanto se les estableció como patrimonio técnico para realizar operaciones por cuenta propia un indicador del 9% de los activos en su cartera de inversiones ponderados por riesgo de mercado y liquidación / entrega (o contraparte), y que además incluye el cálculo de relaciones de liquidez y solvencia (riesgo de crédito)¹³.

Además, es de resaltar que tanto en las estrategias previstas para reformar la regulación del sistema y la estructura institucional

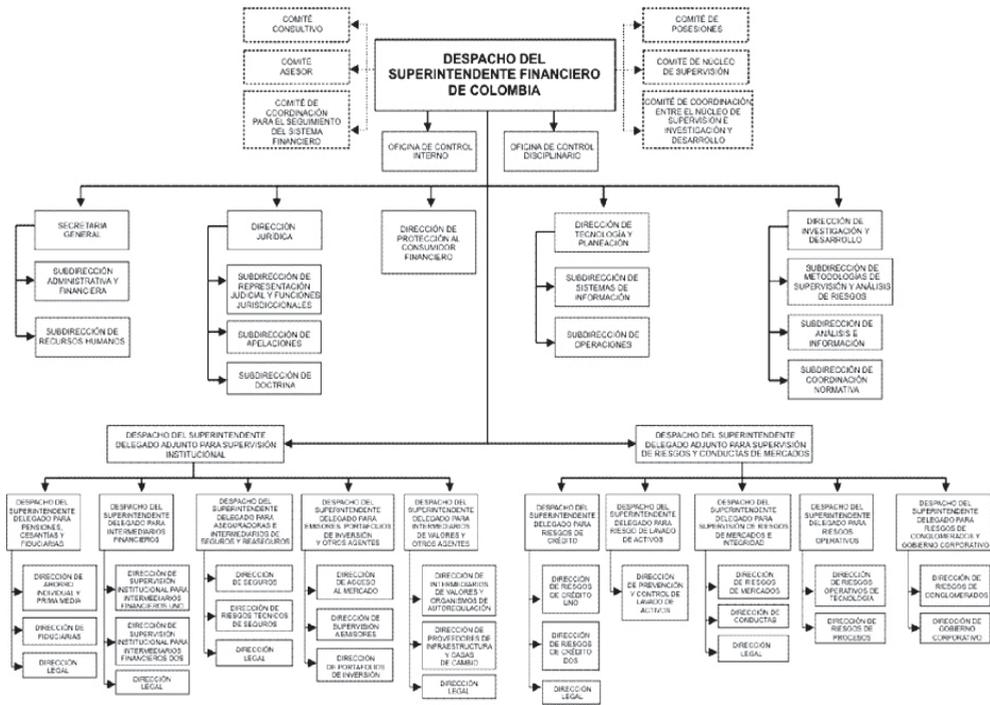
de supervisión (DNP, 2005: 9), como en la estructura actual de la Superintendencia Financiera, como se ve en el Gráfico n.º 3 se prevé la supervisión especializada de los riesgos de crédito, de mercado, operativo, de lavado de activos y de conglomerados, sin hacer consideraciones respecto de las particularidades de cada uno de los segmentos del mercado de capitales que eventualmente sugerirían diferencias sustanciales en la regulación, o sin considerar otros tipos de riesgo propios del mercado de valores, como serían el riesgo de liquidación (tratándose de portafolios de inversión) o el riesgo de prácticas contra el mercado (tratándose de la organización y disciplina del mercado).

Como se observa, la mayor parte de la estructura de supervisión corresponde en lo sustancial a la antigua Superintendencia Bancaria, lo que habría sido consecuente con la provisión de la actual planta de personal directivo de la entidad y por ende con la transmisión de la cultura regulatoria "bancaria". De esta forma, el marco institucional que se está construyendo, no haría más que avanzar sobre una situación previa, dejando la duda de si el esquema de integración de la supervisión adoptado fue el más afortunado, e inquietudes respecto a la posibilidad de lograr los objetivos de la ley marco del mercado de valores.

III. UN MARCO INSTITUCIONAL QUE POSIBILITE UN MEJOR CONTROL DE LA DEUDA PÚBLICA

Aun cuando no es un objetivo explícito ni de la Ley 964 de 2005 ni de la integración de los organismos de supervisión del mercado, el nuevo marco institucional haría posible un mejor control del mercado de deuda pública. Este mercado es importan-

GRÁFICO N.º 3
ORGANIGRAMA DE LA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA¹⁴



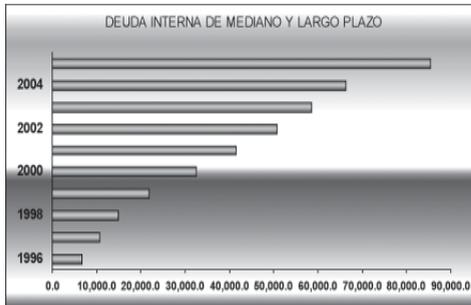
Fuente: Organigrama en www.superfinanciera.gov.co / nuestra superintendencia

te por varios aspectos: en primer término, por la relevancia que denota el manejo del déficit fiscal en la absorción de recursos de ahorro interno; en segundo lugar, por la preeminencia de las negociaciones con títulos de la tesorería en relación con los papeles de deuda en mercado secundario (son alrededor del 80% de las negociaciones según información de la BVC), y en tercer lugar, y no menos importante, por la participación de los TES en la conformación de los portafolios de los intermediarios financieros y de los fondos de pensiones, entre otros inversionistas.

Sin embargo, en lo que se refiere a la capacidad de control del mercado de deu-

da pública, la situación no cambiaría sustancialmente en relación con la previa, habida cuenta de que dicho control ha estado por fuera del ámbito de las autoridades del mercado de valores. En efecto, el control de este mercado lo ha tenido el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, que ha consignado las correspondientes normas en el Programa de Creadores de Mercado de TES, que permite a los bancos, corporaciones financieras y sociedades comisionistas de bolsa, ser creadores de mercado de títulos de la tesorería, o aspirantes a tal categoría, en tanto cumplan con determinadas normas de capital, calificación de riesgo y participación en el mercado¹⁵.

GRÁFICO N.º 4
DEUDA INTERNA DEL GOBIERNO NACIONAL



Fuente: Dirección General de Crédito Público, Ministerio de Hacienda.

En lo que sí podría haber ganancia a este respecto es en la supervisión del mercado de deuda pública, dado que será posible unificar las normas y procedimientos de supervisión respectivos para los diversos tipos de intermediarios del mercado. Es así como, previo a la integración, la Superintendencia de Valores tenía las atribuciones que correspondían a la supervisión de las sociedades comisionistas de bolsa, sobre las que realizaba tanto inspección y vigilancia sobre las entidades como control sobre sus actividades en el mercado de valores, al paso que la Superintendencia Bancaria ejercía inspección y vigilancia sobre las entidades financieras, pero no tenía una capacidad de sanción efectiva por conductas contra el mercado en el desarrollo de sus actividades como intermediarios en el mercado de valores.

Sin embargo, dada la estructura de la nueva entidad de supervisión del mercado financiero, y el hecho de que aun no se haya modificado la regulación respectiva, no aparece con claridad la forma cómo se realizaría dicha supervisión con las consecuentes sanciones cuando haya lugar a ello, de las tesorerías de las entidades financieras.

En cuanto al cumplimiento de los propósitos de la ley dirigidos a propiciar el desarrollo del mercado, la discusión en este punto podría darse en dos aspectos: en primer término, en el papel del Estado como agente capaz de solucionar las fallas de coordinación en el mercado de valores, y en segundo término alrededor del papel que cumple la Tesorería en el financiamiento de la economía.

Respecto del Estado como agente activo que puede solucionar las fallas de coordinación, este papel ya se cumplió con la organización del mercado de deuda pública en la segunda mitad de la década de los noventa¹⁶. Respecto del segundo aspecto, el papel de la Tesorería en el financiamiento de la economía, llevaría a la discusión sobre la utilización del presupuesto público para propósitos de inversión, y esto a la intervención del Estado como sujeto activo, no como regulador, y al modelo de desarrollo económico, con la posible competencia del mismo Estado con el sector privado por los recursos de ahorro interno. Al respecto, en (MELO, 2003: 59) se encuentra un interesante análisis respecto del desplazamiento del sector privado al estar el Gobierno absorbiendo parte importante de los recursos de ahorro disponibles en la economía.

En consecuencia, si bien podría haberse ganado en las posibilidades de unificación de la normatividad y de supervisión y control del mercado de deuda pública, y eventualmente en el manejo del déficit fiscal, estarían por verse los resultados en materia de desarrollo del mercado y de la capacidad de financiamiento de la economía, que puedan derivarse del marco institucional actual.

IV. UN MARCO INSTITUCIONAL QUE POSIBILITE EL CONTROL DE CONGLOMERADOS

Teóricamente, la unificación de la regulación y la supervisión debería llevar a tener un marco institucional que permita un mejor ejercicio de la supervisión comprehensiva y consolidada. Esto habida cuenta de la tendencia a la conformación y consolidación de grupos financieros, en los que participan tanto intermediarios bancarios como agentes del mercado de valores.

Sin embargo, es de considerar que las comisionistas bancarizadas no tienen un peso relevante en el total del patrimonio de las entidades financieras de las que son accionistas. Es así como en la estructura del sistema financiero colombiano no se vislumbra como característica "la existencia de grupos financieros de los que hagan parte en forma importante las compañías de bolsa", dado que "el peso relativo del patrimonio de las sociedades comisionistas bancarizadas corresponde a menos del 2% del patrimonio de sus accionistas pertenecientes al sector financiero, y por supuesto a un porcentaje aun menor que el de los respectivos grupos a los que pertenecen" (BLANCO, 2005).

De otro lado, el análisis se podría llevar a la inclusión dentro de los grupos económicos de emisores de valores del sector real, y a la posibilidad de que las entidades que quedaron bajo supervisión unificada en el nuevo marco normativo, tuvieran al mismo tiempo diversas calidades, como emisores y/o como intermediarios, entre otros. Esto representa un notable reto para las autoridades, por cuanto el tratamiento de cada uno de estos agentes en la regulación tiene, por supuesto, propósitos distintos: en el

primer caso, como emisores, el objetivo debería ser garantizar la provisión al público de información material¹⁷, con miras a la protección de los inversionistas, mientras que en el segundo, como intermediarios, la regulación debería dirigirse a garantizar su idoneidad y solvencia moral, profesional, técnica y financiera, con el fin de lograr mercados disciplinados, organizados y transparentes, dentro de un marco de protección del mercado y de la confianza pública.

Con relación a este tema, el "riesgo" de conglomerados no fue tratado en la Ley Marco del mercado de valores. En efecto, contraria a la propuesta contenida en un proyecto de ley anterior¹⁸, no hubo un tratamiento en el mismo, respecto de asuntos como responsabilidad con los inversionistas o con las empresas emisoras, en el caso de los grupos económicos, de los controladores o de los *directores en la sombra*, y por consiguiente, no se observa aportes en la construcción de un marco institucional adecuado para el desarrollo del mercado¹⁹.

Así las cosas, si bien el propósito del marco institucional actual iría dirigido a fortalecer las herramientas para el control de los conglomerados financieros, quedó pendiente en la ley del mercado un tratamiento de los grupos económicos en relación con la responsabilidad con el mercado y con los inversionistas.

V. UN MARCO INSTITUCIONAL QUE PERMITE LA ELIMINACIÓN DE ARBITRAJES REGULATORIOS

Un importante avance en la construcción de un marco institucional adecuado lo constituye la posibilidad de eliminar arbitrajes entre los intermediarios con diferente ob-

jeto social, como son las sociedades comisionistas de bolsa y las tesorerías de los bancos, pero que en la práctica realizan una actividad similar en el manejo de la cuenta propia o de su posición propia, y entre los diferentes administradores de activos de terceros o instituciones de inversión colectiva.

Así, respecto de la unificación de la regulación y supervisión del mercado, se observa que la eliminación de arbitrajes regulatorios fue claramente uno de los propósitos de la misma. Sin embargo, al analizar la estructura de supervisión de la entidad unificada (Gráfico n.º 3), no habría avances en tanto persiste para los intermediarios del mercado la situación previa.

En este sentido, los bancos y otras entidades financieras quedaron sujetos al mismo modelo de supervisión que tenían anteriormente por parte de la Superintendencia Bancaria, al paso que las sociedades comisionistas de bolsa continúan atendiendo a lo que tenía previsto la Superintendencia de Valores. Así, en lo que se refiere a la actividad de intermediación de valores, persistiría la normatización como sujetos de las tesorerías financieras, a las que de hecho no se trata como intermediarios de valores, lo mismo que las comisionistas de bolsa. Tal vez el único avance que se observa es el de obligar a los operadores de las mesas de las entidades financieras a inscribirse en el Registro de Profesionales del Mercado, con lo que quedarían en igualdad de condiciones que los de las comisionistas, pero queda sin respuesta la propuesta de la ley marco de tratar a la intermediación de valores como una actividad relevante del mercado

Al respecto, una reflexión que cabe es que lo mismo que la actividad de fiducia de inversión y manejo de portafolios de terce-

ros se sacó para efectos de supervisión de las sociedades fiduciarias, podría pensarse en algo similar en el caso de las tesorerías del sector financiero, que deberían tener iguales estándares en cuanto a protección del mercado y gestión de riesgos, que las sociedades comisionistas de bolsa.

Al mismo tiempo, las tesorerías de las entidades oficiales no son contempladas explícitamente ni dentro del marco regulatorio ni dentro de la estructura de supervisión unificada, aun cuando sí quedarían obligadas a la inscripción en el Registro de Profesionales del Mercado y al cumplimiento de otros requisitos previstos en la ley, como el de hacer parte de entidades autorreguladas.

Adicionalmente, el actual marco institucional deja sin aclarar el piso legal de aquellas actividades que las tesorerías financieras realizaban o realizan para sus clientes, en contravía de lo estipulado por la Resolución 400, que a la vez que daba a las tesorerías financieras autorización para realizar operaciones en cuenta propia²⁰ (negociaciones por margen), les daba potestad de efectuar operaciones por comisión solamente a las sociedades comisionistas, bien sean de bolsa o independientes²¹.

De otro lado, en lo que se refiere a los administradores de activos, también es propósito tanto de la ley marco como de la integración de la regulación y supervisión, la eliminación de arbitrajes respecto de las carteras colectivas de inversión. Estos propósitos parecerían cumplirse al integrar la supervisión tanto de los fondos comunes de las sociedades fiduciarias, previamente bajo inspección y vigilancia de la Superintendencia Bancaria, como los fondos de valores de las sociedades comisionistas de bolsa y los fondos de inversión de las sociedades admi-

nistradoras de inversión, que antes supervisaba la Superintendencia de Valores, en una supervisión unificada en la nueva superintendencia bajo la denominación genérica de Portafolios de Inversión en la Delegatura de Emisores.

Pero no es posible decir lo mismo, por lo pronto, respecto de la regulación, por cuanto persisten marcos normativos disímiles para estos dos grupos de carteras colectivas. Igualmente, no se habría integrado al esquema a otras carteras colectivas que tienen el mismo formato y propósito económico, como son los fondos voluntarios de pensiones. Y por supuesto, ni la ley ni el marco de supervisión incluyeron dentro de los administradores de activos a los inversionistas institucionales más grandes que maneja el mercado colombiano, como son los fondos de pensiones obligatorias y de cesantía, que quedaron por fuera del marco regulatorio del mercado de valores, y que siguen rigiéndose por una normatividad en cierta forma proteccionista, que privilegia la prevención de la pérdida de recursos de seguridad social, más que el manejo por experto prudente de los portafolios.

Por último, será necesario efectuar una nueva reforma financiera, según las recomendaciones del CONPES (2005: 10), en la que se debería eliminar los arbitrajes regulatorios que persistan, según la evaluación que se realice del proceso de integración de los supervisores del sistema financiero, para lo cual se establece un plazo de seis meses, que se cumpliría el próximo mes de agosto de 2006.

En conclusión, aunque se avanzó en la eliminación de los arbitrajes en el tratamiento de los participantes del mercado que realizan operaciones de intermediación

de valores y de administración de activos de terceros, estos persisten tanto desde el punto de vista regulatorio como del marco de supervisión. Será necesario realizar una pronta evaluación de este tema de manera que se logre el objetivo de la ley de tratar estos dos aspectos como actividades relevantes del mercado.

VI. UN MARCO INSTITUCIONAL QUE PROPICIE LA AUTORREGULACIÓN

En la construcción de este nuevo marco institucional claramente se ganó en el propósito de obligar a todos los agentes que realizan actividades de intermediación de valores o de administración de sistemas de negociación, de autorregularse. En efecto, así lo prevé la ley marco del mercado de valores, cuando establece, primero que todos los intermediarios del mercado deberán constituir o afiliarse a organismos autorregulados, y segundo, competencias para reglamentar la actividad, para verificar el cumplimiento de las normas y para sancionar a quienes incumplan las normas del mercado²².

La discusión podría darse así en dos aspectos: si la autorregulación debería verse como un tema 'trasversal' y en consecuencia debería estar su cuidado en una de las delegaturas de este tipo, y en segundo término la relación entre autorregulación e integridad del mercado. Esto por cuanto, de hecho, ambos temas deberían llevar al logro de un mercado disciplinado, organizado y transparente.

En cuanto al primer aspecto, la estructura regulatoria de los mercados de valores debería estar definida por actividades relevantes, y así está reconocido en la ley marco cuando establece a la intermediación de valores como tal²³. Sin embargo, en el nue-

vo marco institucional se establece la supervisión de los organismos de autorregulación dentro de una de las delegaturas "sustanciales", en concreto en la de Intermediarios²⁴, dejando aparentemente por fuera de la misma a los intermediarios del mercado diferentes a las sociedades comisionistas de bolsa.

Adicionalmente se podría discutir si asuntos como el buen gobierno y la necesidad u obligación de cumplir códigos de conducta deberían incluirse dentro de la autorregulación. Es de recordar que los principios de buen gobierno son aplicables no sólo a las sociedades (emisores de valores), como está planteado inicialmente en la teoría, sino que también ha sido desarrollado para otros agentes del mercado, como es el caso de las sociedades comisionistas de bolsa, los fondos colectivos de inversión o las mismas bolsas²⁵. En este caso, lo natural es que la supervisión de la autorregulación se tome también como un tema "transversal".

De otro lado, los asuntos de integridad del mercado quedan a cargo de una de las delegaturas de carácter 'transversal', la de Supervisión de Riesgos de Mercado e Integridad. Al respecto, la integridad del mercado se puede definir como la ausencia de conductas ilegales, o contra el mercado, o en otras palabras, la prevención y sanción de conductas de manipulación, fraude o uso indebido de información privilegiada, todo ello conducente a la organización y disciplina del mercado, en atención al segundo principio de regulación de los mercados de valores (IOSCO, 2003).

Desde este punto de vista, no es claro cómo pueden separarse los temas de autorregulación de los de integridad del

mercado, si uno de los propósitos de la primera debe ser precisamente el de prevención, control y sanción de conductas contra el mercado. Además, en lo que concierne a protección administrativa del mercado, si bien la Ley 964 avanzó a este respecto al establecer como conductas sancionables la manipulación y el incumplimiento de normas sobre información privilegiada²⁶, están pendientes definiciones de carácter regulatorio.

Por último, está lo referente a las relaciones regulación-autorregulación. Todos los intermediarios de valores están en la obligación de hacer parte de un organismo autorregulado, que finalmente fue reglamentado en el Decreto 1565 de 2006, y para serlo deberán estar inscritos como tales en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado. A su vez, el mencionado Decreto reglamenta la capacidad sancionatoria de los organismos autorregulados, a la vez que, en desarrollo de la ley, los deja bajo la supervisión de la Superintendencia Financiera. Por último, el desarrollo de la actividad de autorregulación deberá hacerse en forma coordinada con la Superintendencia Financiera, para lo que se prevé la suscripción de memorandos de entendimiento.

Bajo este esquema, es clara la intención de trabajar en la organización y disciplina del mercado. Seguramente esto deberá complementarse con la actualización de la regulación para algunos intermediarios como las tesorerías públicas y otros, dentro de un concepto de *enforcement*, de manera de dejarlos bajo iguales reglas de juego en cuanto a operación y sanción en lo atinente a conductas de mercado, que las comisionistas de bolsa.

VII. UN MARCO INSTITUCIONAL QUE PROTEJA A LOS CONSUMIDORES DE SERVICIOS FINANCIEROS

Uno de los propósitos del nuevo marco institucional para el mercado financiero es la protección de los consumidores. De hecho, la cadena de valor de la estructura de supervisión que se está construyendo, inicia con los consumidores de servicios financieros, como son los ahorradores del sistema, y este es el propósito de la Dirección de Protección al Consumidor Financiero, directamente dependiente del Despacho del Superintendente Financiero, en la nueva estructura del supervisor unificado.

Sin embargo, este sería el eslabón más débil de la cadena y se requeriría de la activa intervención del Gobierno nacional para fortalecerlo, si se quiere que funcione adecuadamente la estructura de supervisión que se está queriendo adecuar (ACOSTA, 2005).

De otro lado, es de notar que la protección del consumidor financiero obedece a principios distintos que la del inversionista del mercado de valores. En el primer caso, se trata de "consumidores" adversos al riesgo que las más de las veces podrían tener alguna cobertura del seguro de depósito del sistema financiero. Dado el riesgo moral concomitante al mismo, estos consumidores de servicios financieros podrían desestimar información respecto, no solamente del riesgo de sus inversiones (cuentas de ahorro o certificados a término), sino del costo y calidad de los servicios. Esto al paso que los deudores podrían ser más cuidado-

dos respecto de información sobre el costo de los créditos, sistemas de amortización, plazos, requisitos y demás información relacionada.

Por su parte, se entiende que los inversionistas en el mercado de valores tienen una mayor propensión al riesgo, y de hecho no están cobijados por el seguro público de depósito. Así, la *piedra angular* de la regulación está constituida por la información material respecto de los valores y sus emisores, que les permitirá decidir en una forma responsable si van a adquirir, mantener o liquidar una inversión. Igualmente, hay que hacer una diferenciación sustancial en el concepto de inversionista, que ya es común en los mercados internacionales, y es determinar si se trata de inversionistas "profesionales" o institucionales, que actúan como pares con los grandes intermediarios del mercado, categoría en la que estarían los administradores de activos, o de inversionistas "clientes" o "consumidores", evento en el cual requerirían de mayor información, asesoría y consejo, manteniendo la potestad de decidir sobre sus inversiones.

Tal como se ha estructurado el marco de supervisión del mercado financiero en Colombia, la pregunta es si debería dejarse por fuera del análisis tanto a los grandes ahorradores y deudores del sistema financiero como a los inversionistas "profesionales" del mercado de valores, por cuanto no requerirían la protección del Estado.

Tenemos así los siguientes grupos de 'consumidores' de servicios financieros que estarían sujetos a protección:

TABLA N.º 1
CONSUMIDORES DE SERVICIOS FINANCIEROS

SECTOR	CONSUMIDOR	CARACTERÍSTICAS
Bancario	Ahorradores	<ul style="list-style-type: none"> • Adversos al riesgo (ahorradores de cuenta de ahorros, ahorro programado o certificados a término) • Sujetos del seguro público de depósito
	Deudores	<ul style="list-style-type: none"> • Usuarios de crédito de largo plazo (hipotecario) • Usuarios de crédito de corto plazo (de consumo o de tarjeta de crédito)
Mercado de valores	Inversionistas 'clientes' (1)	<ul style="list-style-type: none"> • Con mayor propensión al riesgo • Requieren mayor asesoría y consejo • No tienen seguro público de depósito
	Suscriptores de fondos colectivos de inversión (2)	<ul style="list-style-type: none"> • Suscriptores de fondos de valores o fondos de inversión (abiertos, escalonados o cerrados) • Suscriptores de fondos comunes fiduciarios (comunes o especiales) • Suscriptores de fondos de pensiones voluntarias • Afiliados a fondos mutuos de inversión.

Elaboración propia.

(1) Los clientes de las compañías comisionistas de bolsa pueden ser 'beneficiarios' del fondo de garantías que las sociedades comisionistas deben constituir en el marco del sistema de cubrimiento de riesgo de sus operaciones en cumplimiento de la Resolución 138 de 2001 de la Superintendencia de Valores, desde luego de acuerdo con las previsiones tomadas al respecto (pérdidas de títulos o dinero que no sean cubiertas por pólizas de seguros).

(2) Los suscriptores de los fondos de valores (únicamente) también quedarían sujetos a lo previsto en el reglamento del fondo de garantías de la Bolsa de Valores de Colombia.

Ahora bien, la protección de los inversionistas es una de las bases del desarrollo del mercado de valores. Como bien lo define BLACK (2001: 781), hay dos aspectos de dicha protección que están directamente relacionados con la fortaleza que puedan llegar a tener los mercados de valores y en consecuencia la economía: la transparencia en la información acerca del correcto valor de las empresas en sus portafolios, y la confianza acerca de que los administradores y controladores no se apropiarán de la mayoría o todo el valor de la compañía a través de transacciones con información privilegiada. El mismo autor, basándose en varios analistas entre los que se cuentan LA-PORTA, LÓPEZ DE

SILANES y otros, suministra evidencia de que los mercados con alta protección legal a los accionistas minoritarios son más grandes en relación con el PIB, y tienen mayor valoración de las participaciones de los minoritarios, menor concentración de la propiedad, más compañías públicas o inscritas en relación con el tamaño de la población, y mayores tasas de dividendos pagados (BLACK, 2001: 834).

A pesar de lo anterior, en la estructura del supervisor unificado no se vislumbra la importancia de la protección a los inversionistas. Así, desde el punto de vista de la unificación de la regulación y supervisión del mercado, se perdería en este aspecto si

se considera la preeminencia de la regulación prudencial sobre este principio de la regulación de los mercados de valores. Un ejemplo de lo anterior es el caso en que se tenga que suministrar como información eventual hechos que puedan poner en riesgo a los emisores del sector financiero, casos en los que seguramente primará la regulación prudencial respecto de su obligación de suministro de información a los inversionistas.

Al respecto, en algunas experiencias en el mundo se ha solucionado el problema de la dualidad de objetivos de los reguladores, estableciendo una entidad separada para la protección de los consumidores. Tal es el caso de la Gran Bretaña, en donde la *Financial Services Authority* se encarga de la supervisión prudencial de la mayoría de las instituciones financieras incluyendo las firmas de valores y los fondos de inversión, al paso que otra entidad como la *Consumer Protection Commission* hace lo propio respecto de las relaciones entre las instituciones financieras y los consumidores (LEWELLYN, 1999: 24).

Además, cabe una breve reflexión sobre el papel del supervisor en la protección de los inversionistas. Dado que este es el principal objetivo de la regulación de los mercados de valores, es común que al entrar a las páginas de Internet de las comisiones de valores se encuentre en forma fácil y en caracteres destacados una sección de protección a los inversionistas (ventana del inversionista, sección del consumidor o espacio para presentación de casos, entre otros), en donde los supervisores no solamente pueden dar cuenta de quejas de los usuarios, preguntas frecuentes o solicitudes de información general, sino que también les permite tomarle el *pulso* a los mercados

y evaluar el cumplimiento de la regulación, dentro de un claro propósito de *enforcement*. Este punto, además, puede resultar importante cuando se vaya a implementar los acuerdos comerciales logrados recientemente o que están en curso, en los cuales se desarrolla ampliamente este tema.

Lo anterior a pesar de que la ley del mercado de valores tiene un título completo dedicado a este tema, destacándose previsiones como las relativas a la información material, el buen gobierno de los emisores de valores y el principio de *finality* de las operaciones con valores, entre otras²⁷. El objetivo de los dos eventos que se están analizando podría así llegar a ser contradictorio.

Por último, es de anotar que una de las principales falencias en el mercado colombiano es la ausencia efectiva y eficiente de instancias de resarcimiento a los inversionistas por derechos eventualmente vulnerados por los *insiders*. El desarrollo de esta instancia de protección "civil" del mercado, que quedó pendiente en la Ley 964 de 2005, y que estaría dentro de lo que algunos han denominado *justicia comercial especializada*, que ha sido reclamada por varios analistas (UEC, 2005), permitiría ganar en niveles de protección a los inversionistas, en aras de una profundización del mercado.

En consecuencia, es bastante lo que hay todavía por hacer en este campo de la protección de los derechos de los clientes inversionistas, empezando por reconocer la ausencia de un sitio, real o virtual, en donde los clientes puedan encontrar respuestas a sus preguntas y solución a sus quejas e inquietudes, así como resarcimiento por perjuicios causados en el desarrollo de sus actividades en el mercado.

VIII. UN MARCO INSTITUCIONAL QUE MANEJE LOS CONFLICTOS DE INTERÉS

Tal vez uno de los principales conflictos que se evidencia en la nueva estructura institucional del mercado de valores es el que corresponde al mismo Estado, que funge como el principal emisor de valores, a la vez que como regulador único del mercado, y supervisor de los principales tenedores de los títulos de deuda pública.

Al respecto, en autores como LLEWELLYN (1999: 21) se plantea que no obstante ser el nivel político el apropiado para resolver los conflictos entre varios objetivos de la regulación, se reconoce que en la práctica los gobiernos son lentos e inefectivos para resolver este tipo de conflictos. Y desde otro punto de vista, se plantea que la intervención del Estado, inevitable cuando hay fallas de mercado o asimetrías de información, siendo éstas comunes en los mercados financieros, deba ser sacada del sistema político y asignada a órganos técnicos independientes y neutrales como son las superintendencias (RESTREPO, 2005: 7).

Ahora bien, aun cuando se recomienda tener un solo regulador para hacer más eficiente los procesos, lograr economías de escala y de alcance y disminuir los costos de la intervención (LLEWELLYN, 1999: 21 a 23), este debe tener como propósitos la promoción de un mercado eficiente, ordenado y transparente, la protección de los consumidores y el mejoramiento de la capacidad y efectividad de las empresas o negocios²⁸, objetivos claramente relacionados con el desarrollo del mercado de valores. En una estructura como esta, la capacidad del regulador del mercado debe cubrir a todas las actividades del mercado de valores y los agentes que las desempe-

ñan, verbigracia las sociedades comisionistas, las bolsas, los agentes de depósito, compensación y liquidación y los fondos colectivos de inversión. Pero también existe una instancia como puede ser el Tesoro que se encarga de la estructura institucional de la regulación financiera, al paso que el banco central se hace cargo de la estabilidad del sistema financiero, del manejo de la política monetaria y del funcionamiento del sistema de pagos (BRIAULT, 1999: 9 a 11).

De otro lado, está el conflicto entre la regulación prudencial y la regulación de las conductas del mercado. Al respecto, surge el conflicto en la regulación acerca de las obligaciones de las entidades financieras emisoras de valores de entregar al mercado información material, al tiempo con los requerimientos en materia de prevención de procesos de contagio que podrían originarse en la misma información, en caso de ser esta negativa para los bancos emisores.

En LLEWELLYN (1999: 25 a 26), se encuentra importantes diferencias entre los bancos, las firmas de valores y las compañías de seguros respecto de la naturaleza de sus negocios, entre otros, y se muestra cómo la naturaleza del riesgo que corre cada una de ellas es lo suficientemente distinta como para justificar una diferenciación de la forma como se asume la regulación prudencial. Así, varios autores sugieren que se justificaría tener reguladores separados para el cubrimiento de 1. Riesgo sistémico de los bancos; 2. Regulación prudencial no sistémica de las compañías de seguros; 3. Conductas de mercado al detal; 4. Conductas de mercado mayorista; 5. Mercados financieros; y 6. Autoridades de competencia (antimonopolio), aunque no solucionan la discusión respecto a las ineficiencias que se tendría por tener que atender a varios regu-

ladores en caso de que se tenga diferentes calidades en el mercado.

Por último, un breve comentario sobre la pérdida de flexibilidad en la regulación. Es claro que la existencia de la Sala General se justificaba, en tanto se trataba de disponer de un ente independiente y autónomo –hasta donde tales características eran posibles en el contexto colombiano– que permitiera avanzar en una regulación dinámica para el mercado, que privilegiara las innovaciones, pero que a la vez buscara la eficiencia, dentro de los propósitos universales de protección a los inversionistas y disciplina y organización del mercado.

El por qué de la independencia y de la autonomía se entiende en la medida en que teóricamente un ente de tales características permitiría conjurar o minimizar riesgos como el de *captura del regulador*, que es el que corresponde a la influencia que los grupos de interés terminan por ejercer en quienes toman las decisiones²⁹.

Pero lo cierto es que al eliminarse la Sala y pasar la capacidad regulatoria al Gobierno nacional, no solamente se perdió en capacidad de respuesta en la regulación del mercado, sino que también se exacerbó el conflicto que existe en el ejercicio de las funciones del Estado como regulador, emisor y supervisor de los tenedores de las emisiones.

Así las cosas, lo que cabría es un análisis beneficio-costos tanto sobre los propósitos de política como sobre la estructura de regulación / supervisión propuesta para Colombia, de manera que se establezca en forma fehaciente si tiene prioridad, como parece que la tiene, asuntos como el manejo de la deuda pública y el control del riesgo sistémico para las instituciones financieras, por encima del desarrollo del mercado de valores. De ser así, estaríamos ante el riesgo de no hacer posi-

ble el cumplimiento de los objetivos de desarrollo previstos en la Ley 964 de 2005, de un lado, y de retrasar irremediablemente la reforma planteada para el mercado de valores, de otro.

IX. UN MARCO INSTITUCIONAL QUE CONTEMPLE A LA BANCA DE INVERSIÓN COMO ACTIVIDAD RELEVANTE DEL MERCADO

A pesar de constituir una importante actividad del mercado de valores, la banca de inversión no quedó determinada en la ley dentro de las actividades relevantes del mercado, y por consiguiente no está contemplada en la estructura de supervisión. Las funciones que cumplen los banqueros de inversión se centran, en primer término en asesorar la estructuración financiera de los proyectos por parte de los empresarios, en segundo lugar en adquirir para su propio portafolio los valores emitidos, y en tercer término en colocar la emisión entre los inversionistas. Esto comúnmente se materializa en la redacción de contratos de *underwriting*, que en la teoría financiera puede ser todo o nada, al mejor esfuerzo, garantizado o en firme, y que constituye una valiosa herramienta para el cumplimiento de los objetivos corporativos por parte de las unidades de negocios del sector real.

Una de las razones por las que se considera que dichos contratos y actividad de los banqueros de inversión interesa a los reguladores de valores, es porque tiene una importancia crucial en la divulgación de la información a los inversionistas, de manera que se hace posible achacar responsabilidad a estos agentes³⁰. Así, en la regulación vigente para las ofertas públicas de valores se exige que en los prospectos de emisión

y colocación se incluya una constancia de *due diligence* respecto de la materialidad de la información contenida en los mismos, que debe ser suscrita, entre otros, por los banqueros de inversión que participaron en la estructuración respectiva. Sin embargo, la regulación solo prevé sanciones para las sociedades comisionistas de bolsa que incumplan esta obligación, al paso que está por verse la efectividad del marco sancionador para otros agentes como las corporaciones financieras (vigiladas) o las entidades denominadas de banca de inversión (no vigiladas ni controladas)³¹.

El hecho es que como en otros capítulos del régimen del mercado de valores, existe arbitraje regulatorio, responsabilidades disímiles y requisitos distintos para ejercer la actividad, haciéndose necesario una revisión cuidadosa de este tema y decisiones respecto de la forma como afecta la actuación de estos agentes al mercado y a los inversionistas.

CONCLUSIONES

1. El balance que se hace de los dos procesos recientemente emprendidos en el mercado de valores, la promulgación de la Ley 964 de 2005 Marco del Mercado de Valores y la unificación de las superintendencias Bancaria y de Valores en la Superintendencia Financiera de Colombia, es claramente favorable a los objetivos de la supervisión financiera y por ende al desarrollo del sector intermediado del mercado de capitales. Cabe anotar si tal como se ha concebido el proceso de integración de la supervisión, no se pondrá el riesgo el logro de los objetivos del legislador, cuando propuso como objetivo de la Ley 964 el desarrollo del mercado de valores.

2. El marco institucional actual avanza en la construcción de un régimen de multibanca en Colombia, que aun cuando teóricamente debería favorecer la provisión de recursos de financiación para la economía, podría no tener tales efectos dadas las actuales características del mercado financiero y la forma como se ha estructurado institucionalmente el sector. Las prioridades de política y de regulación estarán dirigidas al control del riesgo de las actividades de los agentes, más que a la provisión de recursos de financiación del sector real.

3. La actual estructura institucional de regulación y supervisión reconoce la existencia de un mercado financiero especulativo y concentrado, y en consecuencia la respuesta de política parece ir dirigida prioritariamente a la construcción de mecanismos de control del riesgo de las actividades financieras. Esto es tanto por la importancia que tiene en los portafolios de las entidades financieras y de las administradoras de fondos de pensiones la deuda pública interna, como por el peso en el P&G de las entidades financieras de los ingresos provenientes de operaciones diferentes a la concesión de crédito como son los ingresos de las tesorerías, e igualmente por la relevancia que tiene la financiación bancaria frente a la proveniente de emisiones en oferta pública, y por último por la participación de los ingresos por operaciones por cuenta propia en los balances de las sociedades comisionistas de bolsa.

4. Al respecto, si bien podría haberse ganado en las posibilidades de unificación de la normatividad y de supervisión y control del mercado de deuda pública, la cual constituye parte importante del portafolio de los bancos y fondos de pensiones, y

eventualmente en el manejo del déficit fiscal, estarían por verse los resultados en materia de desarrollo del mercado y de la capacidad de financiamiento de la economía, que puedan derivarse del marco institucional actual.

5. Si se analiza la forma como se ha concebido la estructura de supervisión del mercado financiero, y el curso que podría tomar previsiblemente la regulación del mercado en aras del fortalecimiento de los bancos, es claro que el logro de los propósitos contenidos en la Ley 964 de 2005 no son la prioridad de los reguladores. En efecto, lo que se planteó como una regulación íntegra, adecuada, e independiente de la regulación financiera, más de tipo funcional y con primacía de los principios propuestos por IOSCO, en especial el de protección a los inversionistas, queda en segundo plano ante la necesidad de privilegiar el control y manejo de los riesgos de las actividades de las entidades financieras, con miras a la prevención de una crisis sistémica.

6. Si bien la ley del mercado de valores se diseñó desde una perspectiva funcional, determinando actividades relevantes del mercado como la intermediación de valores, la administración de activos de terceros y la autorregulación, entre otras, persisten importantes arbitrajes para los agentes que desarrollan estas actividades, tanto desde el punto de vista de la regulación como de la supervisión. A esto se añade que una actividad tan importante como la banca de inversión como apoyo a la estructuración de proyectos de desarrollo, no fue considerada como una actividad relevante del mercado.

7. Es bastante lo que hay todavía por hacer en el campo de la protección de los

derechos de los clientes inversionistas o inversionistas consumidores. Algunos de los temas que quedaron pendientes son las definiciones de política respecto del nivel de protección que deberían tener estos clientes, el reconocimiento de la ausencia de un sitio, real o virtual, en donde los consumidores puedan encontrar respuestas a sus preguntas y solución a sus quejas e inquietudes, o instancias efectivas de resarcimiento por perjuicios causados en el desarrollo de sus actividades en el mercado.

8. Sería preocupante seguir retrazando la reforma al mercado de valores, indispensable como instrumento que permita enfrentar con mayor fortaleza la crisis de los mercados financieros internacionales, suscitada por el desbalance global asociado con el enorme déficit en cuenta corriente de Estados Unidos y con el balance fiscal negativo de dicho país, dado que la corrección de la crisis podría traer fuertes consecuencias en materia de recesión internacional y de salida de capitales de los mercados emergentes como Colombia.

9. Un balance inicial parecería indicar que fue más lo que se perdió o lo que no se resolvió o quedó aplazado con miras a su desarrollo, que lo que se ganó para el mercado de valores con el diseño del marco institucional actual. De hecho, la forma como se ha organizado la superintendencia financiera parece ir en contravía en algunos aspectos con los propósitos de la ley (regulación por actividades, independencia de la regulación del mercado de la regulación financiera, entre otros aspectos), no siendo el desarrollo del mercado público de valores la prioridad de las autoridades.

10. Finalmente, lo que cabría es un análisis beneficio-costos tanto sobre los propósitos de política como sobre la estructura de

regulación / supervisión del mercado de valores propuesta para Colombia, de manera que se establezca en forma fehaciente cuáles son los objetivos prioritarios en esta materia, y dentro de un concepto de *enforcement* emprender a la mayor brevedad los ajustes que se requieran. De no hacerse esto, estaríamos ante el riesgo de no hacer posible el cumplimiento de los objetivos de desarrollo previstos en la Ley 964 de 2005 y retrasando la reforma planteada para el mercado de valores, con consecuencias negativas para el desarrollo.

BIBLIOGRAFÍA

- ACOSTA, AUGUSTO. Conferencia "Análisis del documento CONPES sobre integración de la supervisión de los mercados financieros", realizada en el Centro de Estudios de Derecho Económico y Financiero de la Universidad Externado de Colombia, 22 de junio de 2005.
- ACOSTA, AUGUSTO. Conferencia "Análisis del Documento CONPES sobre Reforma de la Institucionalidad para la Regulación y Supervisión de los Mercados Financieros", realizada en el CEDEF, febrero 22 de 2006.
- ASOCIACIÓN BANCARIA Y DE INSTITUCIONES FINANCIERAS. "Impacto de los TES sobre los Resultados de la Banca", en *La semana económica* n.º 557, 2 de junio de 2006.
- BAQUIERO, MAURICIO. Conferencia "Análisis de la Fusión de las Superintendencias Bancaria y de Valores en la Superintendencia Financiera de Colombia", dictada en el Observatorio de Política Macroeconómica, Facultad de Economía, 18 de abril de 2006.
- BLACK, BERNARD. *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*. Publisher by *UCLA Law Review*, vol. 48, 2001, pp. 781-858. Stanford Law School, John M. Olin Program in Law and Economics, *Working Paper* n.º 179.
- BLANCO, CONSTANZA y JORGE CASTAÑO. *La Nueva Ley del Mercado de Valores: Manifestación del Derecho Regulatorio*, Bogotá (en prensa).
- BLANCO, CONSTANZA y JORGE CASTAÑO. "La Fusión de las Superintendencias Bancaria y de Valores, ¿Una Decisión Apresurada?", *Revista Contexto* n.º 19, Bogotá, octubre de 2005, pp. 99 a 104.
- BRIAULT, CLIVE. *The Rationale for a Single National Financial Services Regulator*. Occasional Paper Series 2, FSA, May, 1999.
- CARRASQUILLA, ALBERTO. Exposición de motivos del proyecto de ley 033 de 2004 de la Cámara de Representantes, julio de 2004.
- CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 964 de 2005 Marco del Mercado de Valores.
- CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ponencias para primero, segundo, tercero y cuarto debates del proyecto de ley 033 de 2004 de la Cámara de Representantes.
- DEPARTAMENTO NACIONAL DE PLANEACIÓN. Documento CONPES n.º 3399 *Programa de Renovación de la Administración Pública – Reforma de la Institucionalidad para la Regulación y la Supervisión de los Mercados Financieros*, de noviembre 28 de 2005.
- FEDESARROLLO. "Reforma Financiera; Una Iniciativa Pertinente", *Ámbito Jurídico* año IX n.º 202, 5 al 18 de junio de 2006, pp. 21 a 22.
- FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. "What we do. What we regulate", en [www.fsa.gov.uk]. (Consulta 6 de junio de 2006).
- FLÓREZ, ANDRÉS. "Una oportunidad para modernizar la regulación financiera, *Ámbito Jurídico* n.º 159, 16 al 29 de agosto de 2004, p. 14A.
- IOSCO, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, Document n.º 27, oct., 2003 [www.iosco.org] (varias consultas 2006).
- JIMÉNEZ, CLAUDIA. "Renovación de la Administración Pública. Hacia un Estado comunitario", en *Seminario Supervisión y Control en Colombia*, CONSTANZA BLANCO (coord.), Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2005.
- LLEWELLYN, DAVID. *The Economic Rationale for Financial Regulation*. Occasional Paper Series 1. FSA, Apr, 1999.

MELO, ALBERTO. *Colombia, los problemas de competitividad de un país en conflicto*. Banco Interamericano de Desarrollo, Documento de Trabajo C-103, julio de 2003.

MINISTERIO DE HACIENDA, BANCO MUNDIAL y FEDESARROLLO, *Misión de Estudios del Mercado de Capitales*, Bogotá, 1996.

PERRY, GUILLERMO. "Los problemas del dólar, causas y consecuencias", conferencia en el Foro "Las Consecuencias de las Fluctuaciones del Dólar", organizado por la Facultad de Finanzas, Gobierno y Relaciones Internacionales, 31 de mayo de 2006.

RESTREPO, DARÍO. *De la falacia neoliberal a la Nueva Política*. (Internet, consulta abril de 2006).

SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA [www.superfinanciera.gov.co]. (Varias consultas 2006).

SWARY, ITZHAK y BARRY TOPF. *La desregulación financiera global. La banca comercial en la encrucijada*, México, Fondo de Cultura Económica, 1992.

UNIVERSIDAD EXTERNADO DE COLOMBIA. Seminario *Supervisión y Control: ¿Colapso del Modelo? Conclusiones del Seminario Supervisión y Control en Colombia*, llevado a cabo en las instalaciones de la Universidad en 2003, CONSTANZA BLANCO BARÓN (coord.), Bogotá, 2005.

UNIVERSIDAD EXTERNADO DE COLOMBIA. Foro "Las Consecuencias de las Fluctuaciones del Dólar", Facultad de Finanzas, Gobierno y Relaciones Internacionales, Universidad Externado de Colombia, 31 de mayo de 2006.

* Coordinadora de la Maestría en Derecho Económico, Universidad Externado de Colombia.

- 1 Esto en cumplimiento de la orden contenida en el literal d) del numeral 19 del artículo 150 de la Constitución.
- 2 El sustento constitucional y legal de esta decisión se puede encontrar en: numerales 15 y 16 del artículo 189 de la Constitución, artículo 54 de la Ley 489 de 1998, y literales b) y d) del artículo 2.º de la Ley 790 de 2002.
- 3 Aquí se está tomando la acepción de merca-

do de capitales que desarrolló la Misión de Estudios del Mercado de Capitales (1996), según la cual, este está constituido por "el conjunto de mecanismos a disposición de una economía para cumplir la función básica de asignación y distribución, en el tiempo y en el espacio, de los recursos de capital, los riesgos, el control y la información asociados con el proceso de transferencia del ahorro a la inversión".

- 4 Ver Resolución 635 de 2005 del Superintendente de Valores que adiciona la Resolución 1200. Sin embargo, dicha autorización no está contemplada en el proyecto de decreto que reemplazaría a la Resolución 400.
- 5 De hecho, ante la volatilidad de los mercados financieros de las últimas semanas, las tesorías de los bancos habrían registrado pérdidas superiores a los \$650 billones (Asobancaria, 2 de junio de 2006).
- 6 Al final de 2004 el 71% del portafolio de los bancos estaba constituido por deuda pública (ACOSTA, 2005) Actualmente cerca del 50% de los papeles de las administradoras de pensiones son títulos de la tesorería (Foro "Las Consecuencias de las Fluctuaciones del Dólar", Facultad de Finanzas, Gobierno y Relaciones Internacionales, Universidad Externado de Colombia, 31 de mayo de 2006).
- 7 Estas modificaciones aparecen como inevitables ante la necesidad de corregir los desbalances globales suscitados por la necesidad de corregir los enormes déficits de los Estados Unidos en materia comercial y fiscal, que se asocia con la reciente volatilidad de los mercados financieros y cambiarios op.cit.
- 8 Cfr. Artículo 5.º de la Ley 964 de 2005.
- 9 Esta regulación desarrolla los criterios de la Ley 32 de 1979.
- 10 La Ley Marco prohibió al Gobierno nacional reformar el Código de Comercio. Cfr. literales b) y c) del artículo 4.º de la Ley 964 de 2005.
- 11 Cfr. Numeral 3, literal a) del artículo 1.º de la Ley 964 de 2005.
- 12 Más recientemente se adoptó una versión de este sistema para las compañías de seguros.
- 13 Ver artículo 2.2.1.1.de la Resolución 400 de 2005 (art. 257 del proyecto de decreto reglamentario de la Ley 964 de 2005). Esto corresponde a las resoluciones de la Sala General 211 del 30 de marzo de 2005.
- 14 La estructura de supervisión de la nueva Superintendencia Financiera se divide en dos grandes temas: los que se podrían llamar 'sustanciales', que quedaron en cinco delegaturas, las de Pensiones, Intermediarios Financieros, Aseguradoras, Emisores y Portafolios de In-

- versión, e Intermediarios de Valores, y las que se denominarían 'transversales', en otras cinco delegaturas, esto es, Riesgos de Crédito, Riesgos de Lavado de Activos, Riesgos de Mercado e Integridad, Riesgos Operativos, y Riesgo de Conglomerados y Gobierno Corporativo.
- 15 Recientemente el Ministerio de Hacienda expidió la Resolución 710 de 2006 en la cual se establece las condiciones para la exclusión de los creadores de mercado y aspirantes, de la lista correspondiente.
 - 16 De hecho, esta fue una recomendación de la Misión del Mercado de Capitales, aunque es cierto que no todas las propuestas a este respecto se cumplieron, como es el caso de las colocaciones convenidas y forzosas de títulos de la tesorería, que aún subsisten. Cfr. MHCP, et. al., 1996, pp. 12 y 13.
 - 17 La acepción de información material puede ser la contemplada en la resolución 400 de la extinta Sala General, según la cual, constituye información eventual aquella que hace posible la toma de decisiones responsables por parte de los inversionistas.
 - 18 Se trata del proyecto de ley 108 de 2001 de la Cámara de Representantes, que fue archivado por el Congreso en julio de 2002 cuando iba para tercer debate.
 - 19 Sólo hay dos referencias a grupos económicos en la Ley 964 de 2005: respecto de la conformación independiente de juntas directivas de los emisores (art. 44 par. 2.º num. 3), y respecto de la competencia del Gobierno nacional para la calificación de oferta pública (art. 4.º lit. b inc. 2.º).
 - 20 Cfr. artículos 1.5.1.2. numeral 3. y párrafo, y 1.5.1.4. numeral 4 de la Resolución 400.
 - 21 Cfr. artículo 1.5.1.2 numeral 1 y artículo 1.5.1.4 numeral 1 de la resolución 400.
 - 22 Cfr. Ley 964 de 2005, Capítulo Segundo y en particular los artículos 24 y 25.
 - 23 Cfr. Ley 964 artículo 3.º literal b).
 - 24 Corresponde a la antigua Delegatura de Intermediarios y Otras Entidades Vigiladas de la Superintendencia de Valores, que había sido eliminada en el Decreto 203 de 2004, y reemplazada por dos delegaturas, la de Investigaciones y la de Intermediarios y Mercados.
 - 25 Adicional a lo establecido en la Resolución 205 de 2001 de la Superintendencia de Valores que obliga a los fondos de pensiones a adquirir papeles solamente de emisores que tengan códigos de buen gobierno, otras normas que desarrollan estos principios, para otros agentes, son: La Resolución 138 de 2001 del Superintendente de Valores estableció la obligación a las sociedades comisionistas de bolsa de disponer de mecanismos de control interno; y la Resolución 70 de 2001 de la extinta Sala General determinó obligaciones de gobierno, entre otras, a los administradores de fondos de valores y fondos de inversión. Igualmente, los comisionistas de bolsa tienen códigos de conducta, y la misma Bolsa de Valores de Colombia ha desarrollado normas de buen gobierno.
 - 26 Cfr. Ley 964 de 2005 artículo 50, numerales b) y e).
 - 27 Ver al respecto el desarrollo del principio de protección a los inversionistas en la Ley 964 de 2005 contenido en CONSTANZA BLANCO y JORGE CASTAÑO el artículo: "La Nueva Ley del Mercado de Valores: Manifestación del Derecho Regulatorio", 2005.
 - 28 Una autoridad así corresponde a la *Financial Service Authority* de la Gran Bretaña, que tiene como objetivos estatutarios, dentro de lo previsto en la Ley de Mercados: el mantenimiento de la confianza en el mercado, la promoción de un mejor entendimiento del sistema financiero entre el público, la protección de los consumidores y la reducción del crimen financiero. En tal sentido, la FSA regula la mayoría de los servicios de los mercados financieros, bolsas de valores y firmas comisionistas estableciendo estándares que estas deben cumplir y tomando acciones contra estas firmas en caso de incumplimiento de tales estándares [www.fsa.gov.uk].
 - 29 Es de recordar que la Sala General se pretendía a imagen de la *board* de la *Securities and Exchange Commission*, entidad que tiene autonomía administrativa, presupuesto propio, elección de los comisionados en períodos desiguales, con mayoría del partido político contrario al del Presidente de la República, y con reportes de sus actividades solamente al Congreso de Estados Unidos. Un proyecto para acercar la estructura de la Sala a este esquema estaba contenida en el Proyecto de ley 108 de 2001 de la Cámara de Representantes.
 - 30 De hecho, este constituye un estándar en la regulación internacional al considerar a los banqueros de inversión como *insiders*, o agentes con acceso a información privilegiada.
 - 31 El numeral 3 del artículo 1.5.1.4 de la Resolución 400 permite realizar intermediación en la colocación de títulos garantizando el intermediario colocador parte de una emisión o adquiriendo en todo o en parte los valores de la misma en cuenta propia a las sociedades comisionistas de bolsa e independientes y a las corporaciones financieras.