

Seguimiento al marco institucional del mercado de valores en Colombia

La regulación del mercado de valores:
¿tendencia hacia la bancarización?

CONSTANZA BLANCO BARÓN*

“A strong securities market, especially a public stock market, can facilitate economic growth. But creating strong public markets is hard. That securities markets exist at all is magical, in a way. . . . Internationally, this magic is rare. It does not appear in unregulated markets”.
(Black, 2001: 782).

RESUMEN

En un artículo anterior (Blanco, 2007) en el que se analizó la pertinencia de aplicar regulación prudencial al mercado de valores, se concluyó que esto era posible reelaborando los conceptos, y dándoles un alcance más amplio que el que tradicionalmente se le ha asignado según los parámetros del Comité de Basilea. Sin embargo, aunque se aceptó la importancia de lograr la sostenibilidad y profundidad del sistema financiero, así como la estabilidad del sistema de pagos, que son los propósitos más importantes de la regulación prudencial, se indicó que tal cosa no debería ir en contravía de la necesidad imperiosa de desarrollar el mercado de valores, lo que como se sabe, es presupuesto para el crecimiento económico y por ende para el desarrollo.

En consecuencia, la propuesta contenida en tal artículo fue la de trabajar en la construcción de un marco regulatorio costo – eficiente, basado en el cumplimiento de los principios de IOSCO, contenido en un estatuto único para el sector, que desarrollará la Ley 964 de 2005 marco para el mercado de valores en su propósito de desarrollo del mercado, y cuya estructura podría adoptar los principios de una regulación basada en riesgo, de confianza en el mercado, adecuada información sobre el riesgo asumido en productos y servicios, protección al inversionista – consumidor, y prevención y sanción de las conductas contra el mercado.

En este artículo se pretende hacer un seguimiento al marco normativo del mercado de valores a partir de la Ley 964 de 2005, con el fin de identificar una posible tendencia a la bancarización de la regulación del mercado, que eventualmente, podría estar en contravía de los propósitos encaminados a su desarrollo. De esta forma, un primer punto se dedicará a establecer el marco general actual de la regulación aplicable al mercado de valores, antes y después de la Ley Marco. A continuación, se realizará un análisis de la ‘nueva’ regulación por ti-

pos de participantes en el mercado, esto es, emisores de valores; inversionistas y administradores de activos; intermediarios del mercado; sistemas de negociación; sistemas de compensación y liquidación; y calificadoras. Posteriormente, se analizará algunos aspectos atinentes a la actual estructura de supervisión. Por último, se dará algunas conclusiones.

I. MARCO GENERAL DE REGULACIÓN APLICABLE AL MERCADO DE VALORES

Tal como está contemplado en la Exposición de Motivos de la Ley 964 de 2005 y en sus ponencias para debate, uno de los propósitos de esta ley era dotar al mercado de valores de un marco regulatorio adecuado, corrigiendo así uno de los problemas identificados en su desarrollo, como era la tutela que el mercado venía teniendo de la regulación de tipo bancario. Se esperaba que la corrección de las falencias en el marco normativo contribuyera a desarrollar el mercado de valores, con miras a fortalecer un canal de financiación para la economía complementario al crédito bancario (CARRASQUILLA, 2004: 4).

El desarrollo de un marco institucional adecuado para el mercado de valores como presupuesto para su desarrollo, y la conexión entre este desarrollo y el crecimiento económico, son temas que han sido discutidos ampliamente en la literatura. Entre los autores que han tratado este asunto se encuentran THORSTEN y LEVINE (2004), quienes plantean el importante papel que juegan las instituciones legales en el desarrollo de los sistemas financieros, y dentro de aquellas la protección a los inversionistas, de manera que los sistemas jurídicos que tienen altos niveles de protección corres-

ponden a aquellos con mayor desarrollo de sus mercados accionarios (THORSTEN y LEVINE, 2004: 27). A una conclusión parecida llegan otros estudios, como el de La Porta, Lopez-de-Silanes, Sheilfer y Vishny (2001: 3 a 4), quienes encuentran que en aquellos contextos legales en los que se protege menos a los inversionistas, se encuentran mayores dificultades para la financiación de las empresas.

De esta forma, es muy importante que dentro de los objetivos de la Ley 964 de 2005 se haya propuesto en primer término la protección de los inversionistas, que como se sabe corresponde al primer principio de IOSCO (2005), tema que fue ampliamente desarrollado en el texto de la ley¹, y de la misma manera se esperaría que tuviera avances regulatorios y reglamentarios que fueran en el mismo sentido.

Sin embargo, no parecería ser el propósito prioritario del actual desarrollo normativo del sector el disponer de un estatuto que resaltara el propósito de protección de los inversionistas, lo mismo que otros objetivos dirigidos a la organización y disciplina del mercado, si se atiende a lo que ha venido pasando a partir de la Ley Marco. Más bien el objetivo del regulador parece haberse dirigido al control de los riesgos de las actividades financieras, especialmente en lo referente a la estabilidad sistémica del sector en su conjunto, en un propósito de relieves la supervisión consolidada, sin diferenciar a las entidades financieras de las no financieras, dentro de las que se cuenta a las del mercado de valores.

Al respecto, autores como Llewellyn (1999: 20 a 21), plantean diferencias sustanciales entre las entidades bancarias y las que no lo son, en punto a la regulación de sus actividades. Algunas de estas diferen-

cias, son, la menor exposición a riesgo de contagio dada la naturaleza de sus contratos, y la mayor proporción de recursos de largo plazo que manejan. Estas diferencias son reconocidas por el BISS (2001: 1-2), que dentro de parámetros de una supervisión comprensiva y consolidada establece que puede no ser factible o deseable la consolidación de las entidades de valores, en particular cuando estén sujetas a una regulación diferente a la bancaria.

Es de anotar que el desarrollo normativo del mercado de valores corresponde ahora al Ministerio de Hacienda, según lo definió la ley 964 de 2005, y que a pesar de que uno de los propósitos de dicha Ley Marco fue la de poner en primer lugar la independencia del regulador, que fue una de las razones para la eliminación de la Sala General de la Superintendencia de Valores, es claro que no es posible hacer una separación estricta del regulador y del supervisor². Más aun, dentro de las recomendaciones para la fusión de las superintendencias Bancaria y de Valores (ver anexo 1) estaba desarrollar un proceso regulatorio en el que la primera propuesta normativa la debería hacer la Superintendencia Financiera, al paso que se sugería que el Ministerio de Hacienda, concentrara sus recursos de regulación en un grupo pequeño de alto nivel, que se encargaría de verificar el cumplimiento del ordenamiento constitucional y la consistencia de la regulación con las directrices de política (CARMICHAEL, 2004: ii).

De esta forma, la Superintendencia Financiera cuenta con una Subdirección de Coordinación Normativa dentro de la Dirección de Investigación y Desarrollo, asignada al Despacho del Superintendente, cuyas funciones van dirigidas a elaborar los proyectos de normas de interés para

el supervisor, y evaluar el impacto de las disposiciones de otras autoridades, entre otras³. En una estructura que se ha pensado eminentemente de carácter formal, estos proyectos deben contar con el visto bueno de las instancias jurídicas de la Superintendencia Financiera.

No obstante lo anterior, dentro de las mencionadas recomendaciones se da importancia a la participación de la industria en la elaboración de las normas. De esta forma, se sugiere que los proyectos de regulación sean publicados para comentarios por períodos no inferiores a noventa días (CARMICHAEL, 2004: vi), al paso que se plantea, dentro de lo que podría corresponder a principios de rendición de cuentas (accountability) por parte de la Superintendencia Financiera, que esta programe reuniones periódicas con miembros de la industria para presentar el desarrollo de sus actividades (CARMICHAEL, 2004: vi).

Respecto del primer punto, la publicación de las normas para comentarios, si bien se está cumpliendo tal recomendación, el plazo otorgado para manifestar observaciones es de unos pocos días, lo que dificulta su estudio y análisis, especialmente cuando se trata de proyectos con alguna complejidad⁴. Con relación al segundo aspecto, no está en la agenda del supervisor realizar esta clase de reuniones, y posiblemente el requisito de rendición de cuentas se entienda cumplido con la inclusión del informe de labores en las memorias que presenta anualmente al Congreso el Ministerio de Hacienda, en cumplimiento de sus funciones constitucionales⁵.

De todas maneras, dentro de las recomendaciones para la fusión estaba la revisión de la regulación financiera con el fin de identificar conflictos entre las normas y proponer normas de manera que se consolidara

y racionalizara el marco regulatorio, al tiempo que se resolvían los arbitrajes existentes (CARMICHAEL, 2004: i). Al respecto, es posible decir que se adelantó más rápido en las actividades de unificación de la supervisión, que lo que se hizo en materia de resolución de conflictos regulatorios y eliminación de arbitrajes, de manera que, si bien ya tenemos una superintendencia unificada, todavía no se cuenta con dicho marco institucional adecuado para el mercado de valores.

A continuación, se muestra un paralelo entre el marco regulatorio anterior a la Ley Marco y el que actualmente se desarrolla, y en el que todavía no se observa un marco regulatorio completo para el desarrollo del mercado. Es así como, hoy en día no solamente continúa vigente una buena parte del marco normativo anterior, sino que además hay que sumar un buen número de normas e instructivos nuevos desde la expedición de la Ley 964 de 2008 (casi noventa, entre decretos, resoluciones y circulares externas).

De esta forma, las normas del mercado las podemos clasificar, en: (1) normas de origen; (2) disposiciones a nivel de ley posteriores a 1993; (3) disposiciones de otras autoridades que tienen relación con

temas del mercado (Banco de la República, Ministerio de Hacienda, entre otras); (4) resolución 400; resolución 1200; (5) circulares externas de la Superintendencia de Valores que no hayan sido modificadas; (6) decretos que modifican o subrogan la resolución 400 (normas sobre oferta pública, registro u OPAS), o (7) que modifican la resolución 1200 (operaciones a plazo, pre-acordadas); (8) decretos que norman cuestiones del mercado pero que no caben en dicha regulación (inversión extranjera de portafolio, bolsas agropecuarias); (9) resoluciones de la Superintendencia Financiera (planes únicos de cuentas, valoración de inversiones); (10) resoluciones del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (programa de creadores de mercado), y (11) circulares externas de la Superintendencia Financiera (implantación del Código País).

Incluso hay un decreto, el 2175 de 2007, que regula aspectos del mercado contenidos en la resolución 400, pero que la deroga (en lo referente a fondos de valores y de inversión), debido a que, al tiempo, establece las mismas normas para asuntos que estaba por fuera de dicha normatividad (para los fondos fiduciarios).

TABLA 1
MARCO REGULADORIO DEL MERCADO DE VALORES

ANTERIOR A LA LEY 964 DE 2005	POSTERIOR A LA LEY 964 DE 2005
<p><u>Normas de origen:</u> Normas anteriores a la expedición del fallido Estatuto Orgánico del Mercado de Valores (Decreto 673 de 1993), que fue declarado inexecutable por la Corte Constitucional. Entre las normas, están: Ley 45 de 1990 (operaciones autorizadas a las sociedades comisionistas de bolsa; información privilegiada; conflictos de interés); Ley 27 de 1990 (contrato de depósito; sanciones); Ley 35 de 1993 (competencias de la Sala General; titularización).</p>	<p><u>Normas de origen:</u> Continúan vigentes muchas de estas; algunas de las materias reguladas, son: operaciones autorizadas a las comisionistas (Ley 45 de 1990); contrato de depósito (Ley 27 de 1990), inspección, vigilancia y control de la actividad bursátil (Ley 35 de 1993) y otras.</p>

<p><u>Otras leyes</u>, tales como la Ley 100 de 1993 (requisitos para la constitución de los portafolios de los fondos de pensiones); Ley 510 de 1999 (capital mínimo de las comisionistas); Ley 546 de 1999 (titularización hipotecaria).</p>	<p><u>Otras leyes</u>: Continúa la vigencia de leyes y regulación posteriores a la declaratoria de inexecutable del EOMPV. Algunas materias reguladas, son: capital mínimo de las comisionistas o titularización hipotecaria.</p>
<p><u>Otras normas</u>: es el caso de las del Banco de la República (participación de las comisionistas de bolsa en el mercado de divisas); Ministerio de Hacienda (programa de creadores de mercado) y otras.</p>	<p><u>Otras normas</u>: (además de las anteriores). Decretos que regulan aspectos del mercado, pero no pueden ser incluidos en la Res. 400: Decreto 4759 de 2005 (defensor del cliente); Decreto 1565 de 2006 (autorregulación); Decreto 2175 de 2007 (fondos fiduciarios); Decreto 1801 de 2007 (fondos de capital extranjero); Decreto 1511 de 2006 (bolsas agropecuarias). Resolución 6186 de 2006 MHCP (programa de creadores de mercado)</p>
<p><u>Resolución 400</u> de 1995 Única de la Sala General: Incluía el desarrollo de la Intervención del Estado en el mercado por expresa asignación de la Ley 35 de 1993, en particular la oferta pública y el registro, la intermediación de valores, la calificación, la administración de sistemas de negociación, entre otros.</p>	<p><u>Resolución 400</u>: Continúa su vigencia, pero ha venido siendo subrogada o modificada por decretos, dentro de los que se cuenta: Decreto 1941 de 2006 (OPAS); Decreto 3139 de 2006 (SI-MEV); Decreto 3140 de 2006 (OP de entidades y gobiernos extranjeros); Decreto 1076 de 2007 (calificadoras de valores); Decreto 2175 de 2007 (fondos de valores y de inversión); Decreto 2177 de 2007 (OP en el exterior).</p>
<p><u>Resolución 1200</u> de 1995 Única del Superintendente de Valores: desarrollaba las competencias regulatorias del Superintendente de Valores, en temas tales como la promoción y el desarrollo del mercado.</p>	<p><u>Resolución 1200</u>: Continúa su vigencia pero ha venido siendo modificada: Decreto 1802 de 2007 (operaciones preacordadas). Resoluciones con el mismo propósito: Resolución 430 de 2007 de la SF (operaciones de reporto, repos o transferencia temporal de valores).</p>
<p></p>	<p><u>Resoluciones</u> de la Superintendencia Financiera sobre PUCS, valoración de inversiones y otros.</p>
<p><u>Circulares</u> de la Superintendencia de Valores que instruían sobre diversos aspectos como la entrega de información eventual (relevante), la transmisión de estados financieros trimestrales de los emisores, entre otros.</p>	<p><u>Circulares</u> de la misma entidad involucrando aspectos regulatorios de los participantes del mercado en las Circulares Básicas 7 (Jurídica) y 100 (Contable) de la antigua Superintendencia Bancaria, entre otros.</p>

FUENTE: Informes de Gestión Superintendencia de Valores 1999/02 y 2002/05; Superintendencia Financiera www.superfinanciera.gov.co y Banco de la República www.banrep.gov.co.

Adicionalmente, lo que se observa en el desarrollo normativo posterior a la Ley 964 de 2005, es un sesgo más o menos marcado hacia la regulación de corte bancario, que está dirigida a los sujetos y no propiamente a las actividades, caracterizada además por

el propósito de involucrar la regulación en la estructura normativa de la antigua Superintendencia Bancaria, lo que podría obedecer al afán por superar los arbitrajes regulatorios característicos del antiguo marco institucional del sistema financiero. De esta tendencia

a la bancarización se podrían exceptuar a los emisores de valores, por lo menos a los del sector real.

Tal como se anotó en un artículo anterior (Blanco, 2007), es de reiterar que esta tendencia parecería ir en contravía de la que había empezado a desarrollar la antigua Superintendencia de Valores, especialmente entre 1999 y 2003, de seguimiento a los principios de IOSCO y regulación funcional o por actividades, según criterios de mercado, y cuya última manifestación fue posiblemente la ley 964 de 2005⁶. Esta tendencia se manifestó, entre otros aspectos, en lo atinente a los fondos de inversión colectiva que estaban bajo la competencia de la Superintendencia de Valores, y parcialmente en lo referente a la vigilancia de las actividades de las sociedades comisionistas de bolsa, como se verá más adelante.

II. REGULACIÓN APLICABLE A LOS PARTICIPANTES DEL MERCADO

A fin de constatar si en efecto la regulación que viene siendo expedida a partir de la Ley 964 de 2005 tiene visos de bancarización, se hizo un seguimiento de las principales normas promulgadas, especialmente a partir del segundo semestre de 2006. Es de anotar que no fue posible obtener una clasificación por actividades del mercado, por lo que en lo posible se hizo la evaluación por tipo de agente.

A. Emisores de valores⁷

En cuanto a la regulación para estos participantes, no se observa una tendencia a la bancarización, por lo menos en lo atinente a los emisores del sector real.

1. Registro Nacional de Valores y Emisores

Dentro de las normas más importantes en esta materia se cuenta, sin lugar a dudas, el desarrollo del Sistema de Información del Mercado de Valores SIMEV. Este incluye el Registro Nacional de Valores y Emisores, y conserva en lo básico la estructura anterior del registro de valores, en las modalidades automática, temporal, anticipada (de programas de emisión⁸) y normal u ordinaria, pero agrega la obligatoriedad de inscribir al emisor, siguiendo al efecto tendencias internacionales.

Igualmente, el actual marco regulatorio preserva la definición de información eventual (material), que ahora se denomina relevante, así como los instrumentos y mecanismos de reporte de información de los emisores al Registro.

2. Emisiones internacionales

De otro lado, se racionaliza los requisitos para la emisión de papeles en el mercado internacional, bien sea mediante oferta exclusiva en el exterior o por medio de oferta simultánea en el mercado local y en el internacional, atendiendo al cumplimiento de la regulación del país anfitrión y a las prácticas internacionales en la materia. Es así como, entre otras cosas, se elimina el requisito de autorización por parte de la autoridad local para este tipo de emisiones.

3. Buen gobierno corporativo

Por último, es de resaltar la adopción del principio de 'cumpla o explique' en la obligación de información sobre el cumplimiento de principios de buen gobierno corporativo. Es de resaltar la tendencia a la voluntariedad

de adopción de estos principios por parte de los emisores, pero recalcando la importancia del cumplimiento de los mismos, en aras de la protección de los inversionistas, así como su vigilancia y sanción por incumplimiento por parte del mercado.

TABLA 2
DESARROLLO NORMATIVO DE LA EMISIÓN DE VALORES EN OFERTA PÚBLICA (EMISORES DE VALORES)

Norma o proyecto	Aspecto regulado
Proyecto de circular externa (2007)	Modifica CE 005 de 2005 de la Superintendencia de Valores sobre avaluadores de emisores de valores
Proyecto de Decreto (2007)	Disposiciones sobre la construcción del libro de ofertas públicas
Proyecto de Decreto (2007)	Dicta disposiciones relacionadas con titularización hipotecaria y sociedades titularizadas
Decreto 2177 de 2007	Regula la oferta pública en el exterior.
Decreto 3923 de 2006	Regula elección de los miembros independientes de las juntas directivas de los emisores de valores
Decreto 3140 de 2006	Oferta pública de valores emitidos por gobiernos extranjeros, entidades públicas extranjeras y organismos multilaterales.
Decreto 3139 de 2006	Normas relacionadas con la organización y funcionamiento del Registro Nacional de Valores y Emisores, que hace parte del SIMEV
Decreto 2375 de 2006	Contenido del prospecto de información
Decreto 1564 de 2006	Regula oferta pública de emisores extranjeros y sucursales de entidades extranjeras
Resolución 1459 de 2007	Deroga el artículo 7° de la resolución 275 de 2001 (buen gobierno de los emisores; obligación de desconcentración).
Resolución 626 de 2006	Extiende el plazo del artículo 7 de la Resolución 275 de 2001.
Circular 028 de 2007	Obligación a los emisores de diligenciar la encuesta sobre implantación de buen gobierno corporativo (Código País)
Circular E. 003 de 2007	Reportes de información periódica y relevante
Circular E. 052 de 2006	Modifica la Circular 100 Básica Contable y Financiera sobre estados financieros combinados
Circular E. 041 de 2006	Instrucciones sobre consolidación y combinación de estados financieros
Circular E. 032 de 2006	Mantiene los medios y formatos para el reporte de información periódica y relevante de los emisores de valores

FUENTES: Decretos de Interés, Boletín de Hacienda capítulo Superintendencia Financiera 2005 – 2007 e Histórico de Proyectos de regulación en la página Web de la Superintendencia Financiera de Colombia, www.superfinanciera.gov.co; Informe Semanal de Regulación de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras ASOBANCARIA; e Informativo del Observatorio del Sistema Financiero del Departamento de Derecho Económico de la Universidad Externado de Colombia.

B. Inversionistas y administradores de activos

En la regulación reciente de los fondos de inversión colectiva (CIS) vale la pena resaltar por lo menos tres aspectos: la no inclusión expresa de los fondos de pensiones y cesantías, los inversionistas institucionales más importantes de nuestro mercado; la expedición de un estatuto de carteras colectivas; y la aplicación de las normas de defensor del cliente financiero a los participantes del mercado de valores.

1. Exclusión de los fondos de pensiones y cesantías

Respecto del primer punto, ya la Ley Marco había dejado por fuera a estos fondos del marco institucional del mercado. Las razones de lo anterior han sido expuestas en otras oportunidades, y se pueden resumir en la preponderancia que se da al hecho de que estos fondos estén conformados por recursos de previsión social, que los haría merecedores de una protección especial. Esta se manifiesta en la regulación que define 'segmentos' de colocación, establece requisitos de rentabilidad mínima, y determina atención a la conformación de los portafolios de referencia, dentro de un propósito de cuidado por la solvencia del administrador y el respaldo de los recursos, dentro de lo que podría establecerse como regulación prudencial más de corte bancario. El fundamento de la regulación es el respaldo que deben dar los activos con los que se constituye el portafolio de estos fondos, que debe tener características de "seguridad, rentabilidad y liquidez"⁹.

2. 'Estatuto' para las carteras colectivas

Con relación al segundo aspecto, la expedición de un 'estatuto' para las carteras colectivas de inversión, es claro que la pretensión del regulador fue eliminar definitivamente el arbitraje que existía entre fondos de valores y de inversión, que estaban bajo la tutela de regulación y supervisión de la Superintendencia de Valores, y los fondos fiduciarios que correspondían al ámbito de la Superintendencia Bancaria (ver Anexo 2).

De esta forma, siguiendo parámetros que no encajan propiamente dentro de una regulación prudencial, sino que corresponden a criterios de mercado, que ya la Superintendencia de Valores había adoptado en su oportunidad para las comisionistas de bolsa y para las sociedades administradoras de inversión¹⁰, y que ahora se extiende a las sociedades fiduciarias, se establecen obligaciones en materias tales como: la necesidad de contar con experto prudente en el manejo de las carteras colectivas a su cargo; la prevalencia de los intereses de los inversionistas por sobre los de los administradores; el énfasis en la información a los inversionistas; la prevención de los conflictos de interés; y el cumplimiento de funciones dentro de lo que podría catalogarse como principios de gobierno, transparencia y rendición de cuentas por parte de los administradores, entre otros.

Es de anotar sin embargo que el mencionado 'estatuto' deja algunas inquietudes: En primer término, excluyó a los fondos voluntarios de pensiones, de los que se podría decir que tienen el mismo objetivo y estructura que los fondos regulados por este, de manera que en alguna forma se manifiesta

que por ahora no es prioritaria la definición de una política unificada para este tipo de vehículo de inversión colectiva.

De otro lado, en torno a la calificación de las carteras colectivas, la norma bajó el estándar para los fondos de valores y de inversión, al cambiar la obligación que tenían de obtener calificación de riesgo de crédito, mercado y operativo, por una posibilidad en tal sentido para los fondos colectivos, incluyendo los fiduciarios, aun cuando amplió la cobertura de tal calificación a los riesgos de administración, liquidez y solvencia, además de los ya mencionados.

En tercer término, causa inquietud la potestad dada a la sociedad administradora de cambiar el perfil de riesgo de la cartera colectiva, por “circunstancias extraordinarias, imprevistas o imprevisibles” que pudieran imposibilitar el cumplimiento de dicha política de riesgo, aclarando eso sí que debe tratarse de hechos generalizados del mercado, y que debe informarse de inmediato a las autoridades y a los inversionistas¹¹. Surgen preguntas como cuáles podrían ser estos hechos imprevistos, quién daría tal declaratoria, cómo se lograría informar a los inversionistas consumidores a tiempo para que puedan tomar decisiones responsables, y por ende cómo se les protegería de pérdidas en sus posiciones por dichas decisiones imprevistas. Esta condición es esencialmente distinta de la contenida en la regulación anterior de los fondos de valores y de inversión, en donde se manifestaba que dicha política de riesgo solamente podría ser modificada por decisión de la asamblea de suscriptores.

3. Defensor del cliente

En tercer término, vale la pena traer a colación la reglamentación del defensor del cliente. Al respecto, si bien la norma claramente fue diseñada para los ahorradores del sistema financiero, expresamente incluye dentro de su cumplimiento a los participantes del mercado de valores, sin hacer ninguna elaboración sobre algunos aspectos importantes. Entre ellos, se cuenta la forma diversa como se asume el riesgo en cada uno de los segmentos del mercado de capitales, el bancario y el de instrumentos, dado que en el primer caso es la entidad financiera la que asume el riesgo del proyecto económico, razón por la cual se protege al ahorrador previniendo colapsos o situaciones de insolvencia de las entidades intermediarias ahorro - crédito, al paso que en el mercado de valores es el inversionista el que asume el riesgo, por lo que su protección está fundamentada en la entrega de información material a fin de que pueda tomar decisiones responsables.

De otro lado, ya en el terreno del mercado de valores, la forma como los diversos tipos de inversionistas asumen el riesgo es diferente, y podemos encontrar, tanto inversionistas institucionales, profesionales o calificados capaces de procurarse la información y analizarla, con miras a evaluar el riesgo de las inversiones, como inversionistas clientes o consumidores, probablemente más adversos al riesgo, que requieren de mayor asesoría y consejo previos a la toma de su decisión. Es evidente, que es en el segundo caso donde podrían ser aplicables algunas de las previsiones diseñadas para el defensor del cliente financiero.

TABLA 3
COMENTARIOS A LA NORMATIVIDAD DE DEFENSOR DEL CLIENTE (*) Y SU APLICACIÓN AL
MERCADO DE VALORES

1. Es un planteamiento que privilegia lo formal, la atención de la queja, por sobre lo sustancial, la debida asesoría al cliente en el desempeño de la función del intermediario comisionista y la responsabilidad que debería asumir el insider en relación con su cliente. Al no estar desarrollada la protección administrativa del mercado, ni por supuesto lo que correspondería a los aspectos de justicia comercial especializada, el cliente sigue quedando en posición de debilidad.
2. No diferencia entre inversionista cliente o consumidor e inversionista profesional o institucional, que supuestamente requeriría un menor nivel de protección. Este es una competencia que dio la ley al Gobierno - Regulador pero que no ha sido desarrollada aun. Esta diferenciación permitiría determinar los niveles de protección, y por ende de costo para el Estado, que deberían tener dicha protección para unos y otros.
3. Se constituye en una manifestación de la bancarización de la regulación del mercado de valores, por cuanto se equipara al cliente del comisionista de bolsa con el cliente del banco, sin diferenciar un punto que es fundamental y es en dónde radica la asunción del riesgo. Mientras que en el caso del cliente del banco el riesgo es asumido por el intermediario ahorro – crédito, en el caso del cliente inversionista el riesgo es asumido por él. No por otra cosa la piedra angular de la regulación del mercado de valores es la debida información (material information). Además, el cliente del banco cuenta con protección del Estado a través de FOGAFIN, al paso que la protección con la que contaría el inversionista consumidor es la del sistema de cubrimiento de riesgo que deben tener las sociedades comisionistas de bolsa, dentro del cual se contempla al fondo de garantías de la Bolsa de Valores de Colombia, de carácter privado, con niveles de cobertura, requisitos y efectividad disímiles respecto del fondo de cobertura público.
4. Al ponerle una instancia adicional separa al cliente de su comisionista, quien debería tener una mayor obligación de información, asesoría y consejo hacia el inversionista consumidor o cliente.
5. Constituye un costo adicional para las Sociedades Comisionistas de Bolsa que se agrega al costo del supervisor, al costo del autorregulador, y a los costos que ya tiene internalizados de revisoría fiscal, control interno y auditorías, por sus manuales de buen gobierno, así como el contralor normativo, sin claridad sobre su efectividad.

(*) Decreto 4739 de 2005 y Circular Externa 015 de 2007 de la Superintendencia Financiera.

4. Regulación 'bancaria' para las carteras colectivas

Ahora bien, respecto de la aplicación de normas de corte bancario en la regulación de los fondos fiduciarios, de valores o de inversión, esta podría observarse en algunos aspectos adicionales al ya mencionado del defensor del cliente financiero. Entre estas se encuentra los requisitos que deben cumplir tanto sociedades fiduciarias como comisionistas de bolsa en materia de capital mínimo y patrimonio técnico para poder administrar fondos colectivos de inversión,

provenientes de la regulación anterior a la Ley Marco; y en la 'nueva' regulación el desarrollo de normas sobre planes únicos de cuentas; la aplicación de criterios de regulación prudencial a las operaciones de los fondos¹², entre otras.

Al respecto, es pertinente anotar que se considera que para la regulación de los fondos es preferible tener normas de gobierno, transparencia y rendición de cuentas, que criterios de regulación prudencial. Así, la evidencia indicaría que los países con fuerte protección a los inversionistas tienen mayor capitalización de mercado como porcentaje

del PIB, mayor valor para los inversionistas minoritarios, menor concentración de la propiedad, mayor proporción de compañías públicas en relación con la población y mayores tasas de dividendos (Black, 2001: 834). De hecho, aunque las normas de pro-

tección a los inversionistas pueden ser solo una parte del marco regulatorio del mercado, pueden ser muy importantes para acelerar el desarrollo del mismo (Black, 2001: 848).

TABLA 4
DESARROLLO NORMATIVO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA

Norma o proyecto	Aspecto regulado
Proyecto de Circular Externa (2007)	Imparte instrucciones sobre la administración y gestión de carteras colectivas definidas en el Decreto 2175 de 2007.
Proyecto (2007)	Deroga Circular 003 de 2006 e incorpora formatos e instructivos a la Circular 100 sobre remisión de información de los portafolios de inversión, repos, simultáneas y transferencia temporal de valores
Proyecto (2006)	Valoración de TES globales
Decreto 2175 de 2007	Regula la gestión y administración de carteras colectivas.
Decreto 1801 de 2007	Se modifica el régimen general de inversiones de capital en el exterior y de capital del exterior en Colombia (fondos de portafolio)
Decreto 343 de 2007	Unificación de la regulación prudencial de las operaciones de las entidades vigiladas y de los fondos mutuos de inversión controlados
Decreto 4739 de 2005	Reglamentación del defensor del cliente del sistema financiero
Resolución 275 de 2007	Aprueba modificaciones al 'sistema de proveedor de información para valoración de inversiones'
Decreto 1940 de 2006	Modifica el régimen general de capital en el exterior y del exterior en Colombia
Resolución 1892 de 2006	Introduce modificaciones al PUC para fondos mutuos de inversión
Resolución 1822 de 2006	Modifica documento de la Bolsa de Valores de Colombia del 'sistema de proveedor de información para valoración de inversiones'
Resolución 1821 de 2006	Introduce modificaciones al PUC de entidades vigiladas
Resolución 1227 de 2006	Aprueba documento que contiene el 'sistema de proveedor de información para valoración de inversiones'
Circular E. 042 de 2007	Remisión de información de los fondos de pensiones voluntarias.
Circular E. 027 de 2007	Actualiza validaciones del informe estadístico de quejas ante las entidades vigiladas y los defensores del cliente
Circular E. 026 de 2007	Expide capítulo de la Circular 100 Básica Contable y Financiera relacionado con las cuentas de margen
Circular E. 022 de 2007	Establece reglas sobre el defensor del cliente financiero
Circular E. 019 de 2007	Modifica la ficha técnica de los fondos de valores y los fondos de inversión

Norma o proyecto	Aspecto regulado
Circular E. 018 de 2007	Modifica la Circular 100 Básica Contable y Financiera para incorporar reforma hecha a repos, simultáneas y transferencia temporal de valores
Circular E. 017 de 2007	Modifica la Circular 007 Básica Jurídica para incorporar reforma hecha a repos, simultáneas y transferencia temporal de valores
Circular E. 016 de 2007	Cambios en la remisión de información sobre composición de portafolios de inversión, operaciones del mercado monetario y novedades
Circular E. 014 de 2007	Dicta disposiciones en relación con clasificación, valoración y contabilización de inversiones.
Circular E. 013 de 2007	Instrucciones a las sociedades fiduciarias sobre la administración de fondos comunes especiales
Circular E. 006 de 2007	Remisión y revelación de información de fondos de pensiones voluntarias
Circular E. 037 de 2006	Instrucciones relacionadas con la valoración y contabilización de títulos de deuda pública
Circular E. 028 de 2006	Autorización excepcional de movilización de portafolios

FUENTES: Decretos de Interés, Boletín de Hacienda capítulo Superintendencia Financiera 2005 – 2007 e Histórico de Proyectos de regulación en la página Web de la Superintendencia Financiera de Colombia, www.superfinanciera.gov.co; Informe Semanal de Regulación de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras ASOBANCARIA; e Informativo del Observatorio del Sistema Financiero del Departamento de Derecho Económico de la Universidad Externado de Colombia.

C. Intermediarios del mercado

Dentro de los puntos más relevantes de la regulación reciente se puede resaltar la separación del registro de los intermediarios del de valores, junto con la apertura de un

registro para operadores del mercado. De esta forma, se crea dos registros separados: el de Agentes del Mercado para las personas jurídicas, y el de Profesionales del Mercado para las personas naturales.

TABLA NO. 5
INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO NACIONAL DE AGENTES DEL MERCADO

Tipo de entidad	Norma	Descripción
Inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera	<ul style="list-style-type: none"> • Ley 964 de 2005 • Decreto 3139 de 2006 	<ul style="list-style-type: none"> • Bolsas de valores; • Bolsas agropecuarias y sus miembros; • Bolsas de futuros y opciones y sus miembros; • Sociedades que realicen la compensación y liquidación de valores, contratos de futuros, opciones y otros; • Comisionistas de bolsa; • Comisionistas independientes de valores; • Sociedades administradoras de fondos de inversión;

Tipo de entidad	Norma	Descripción
Inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera	<ul style="list-style-type: none"> • Ley 964 de 2005 • Decreto 3139 de 2006 	<ul style="list-style-type: none"> • Sociedades administradoras de depósitos centralizados de valores; • Calificadoras de valores; • Sociedades titularizadoras; • Fondos mutuos de inversión vigilados; • Fondos de garantía que se constituyan en el mercado público de valores; • Sociedades administradoras de sistemas de negociación de valores; • Cámaras de riesgo central de contraparte; • Sociedades administradoras de sistemas de negociación y registro de divisas; • Sociedades administradoras de sistemas de compensación y liquidación de divisas
Entidades que realicen intermediación de valores	<ul style="list-style-type: none"> • Decreto 3139 de 2006 • Res. 400 de 1995 	<ul style="list-style-type: none"> • Entidades financieras • Sociedades fiduciarias • Administradoras de pensiones y cesantías • Sociedades administradoras de inversión • Fondos mutuos de inversión vigilados¹ • Corredores de valores • Entidades públicas • Entidades que realicen habitualmente operaciones de intermediación de valores directamente o por cuenta propia².
Fondos mutuos de inversión controlados ¹³	<ul style="list-style-type: none"> • Ley 964 de 2005 	

FUENTE: Ley 964 de 2005 artículo 75 párrafo 3 numeral 1; Decreto 3139 de 2005 Artículo 1.1.3.1.; Resolución 400 de la extinta Sala General Artículos 1.5.1.2 (incluye Párrafo 1 del Numeral 7 sobre habitualidad en las operaciones), 1.5.1.3, 1.5.1.4, 1.5.2.1 y 1.5.3.1

1. Registro de agentes del mercado

Mediante el Registro Nacional de Agentes del Mercado RNAMV se reemplazó al Registro de Intermediarios de la regulación anterior, de manera que el actual régimen dispone que deberán inscribirse en tal RNAMV: las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera, dentro de las cuales se encuentra a las sociedades comisionistas de bolsa), las entidades que realicen la intermediación de valores y los fondos mutuos de inversión controlados.

Si bien el nuevo régimen parece superar el arbitraje regulatorio existente entre las sociedades comisionistas de bolsa y los 'nuevos' intermediarios del mercado, entre los que se cuenta por supuesto a las entidades financieras, se manifiesta en este una clara inclinación por la regulación bancaria. Esto por cuanto ahora lo que se resalta, más que los requisitos de idoneidad moral, profesional o técnica y capacidad financiera para actuar como intermediario en el mercado, es el cumplimiento de lo dispuesto en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero en lo que se refiere a constitución, registro y

autorización para operar que otorga la Superintendencia Financiera.

Tal situación bien podría representar un alejamiento si se quiere de los parámetros internacionales en la regulación de estos agentes, según los cuales, lo importante es el cumplimiento de los requisitos de idoneidad para operar, especialmente cuando se trata de realizar operaciones para terceros, esto es, en el papel de 'brokers'.

Respecto de lo anterior, sin embargo, es de considerar lo dispuesto en punto a las funciones asignadas al organismo autorregulador del mercado, como se verá a continuación. Este no solamente deberá otorgar una membresía a los agentes del mercado, previa a la inscripción en el RNAMV, la que se otorgará cumplidos dichos requisitos de idoneidad, sino que además podrá reglamentar la ejecución de la actividad de intermediación de valores. Igualmente, se le

encargó de la promoción de la profesionalización del mercado.

De esta forma, habrá que esperar a la decantación de la normatividad de la actuación del autorregulador, y a los ajustes que deberán presentarse en este ámbito, especialmente en su coordinación con la Superintendencia Financiera, para lo cual se suscribió un Memorando de Entendimiento entre las dos entidades¹³. Este tiene como objeto fijar los principios para la coordinación de las funciones de supervisión y disciplina exclusivamente, dentro de las competencias fijadas a cada entidad, sin que se entienda que existan vínculos legalmente obligatorios. Estos principios son los de independencia, no duplicidad de funciones, coordinación de actividades, permanente intercambio de información, y reserva y confidencialidad sobre la misma.

TABLA 6
REQUISITOS PARA OPERAR COMO INTERMEDIARIO DEL MERCADO

Régimen anterior (1)	Régimen actual (2)
Diligenciar el formato de inscripción y enviar la información para el Registro (denominación, sucursales, estatutos, administradores, nómina de empleados dedicados a intermediación, estados financieros, entre otros). Esta información deberá estar permanentemente actualizada.	Cumplir con los requisitos de constitución y obtención del certificado de autorización, para lo cual deberá diligenciar una solicitud anexando: <ul style="list-style-type: none"> • Proyecto de estatutos sociales • Acreditación de capital mínimo • Hojas de vida de los administradores con información que permita establecer su carácter, responsabilidad, idoneidad y situación patrimonial; • Estudio de factibilidad; • Acreditación para supervisión consolidada.
Conformación del capital social permanentemente actualizada.	La solicitud deberá incluir la acreditación del capital mínimo.
Cumplimiento de condiciones de: <ul style="list-style-type: none"> • Solvencia moral • Capacidad económica, técnica y administrativa • Garantías exigidas por la SV. 	La Superintendencia no aceptará la participación de personas que hayan cometido delitos contra el patrimonio económico, lavado de activos, enriquecimiento ilícito y otros incluidos en el Código Penal.

Régimen anterior (1)	Régimen actual (2)
Remitir información periódica: estados financieros, sanciones. Esta información deberá estar permanentemente actualizada.	Informar organismo de autorregulación, sistemas de negociación al cual esté afiliado; relación de empleados y funcionarios de intermediación; revisor fiscal; oficial de cumplimiento de lavado de activos; política general de cobro de tarifas; constancia de que cuenta con mecanismos de grabación de llamadas telefónicas y obtención de copias de respaldo.
	El Superintendente dará la autorización una vez se acredite la constitución, pago del capital, existencia de infraestructura técnica y operativa según lo señalado en el estudio de factibilidad, e inscripción en FOGAFIN si aplica.

FUENTE: (1) Resolución 400 artículo 1.1.6.1. (2) Decreto 3139 de 2006 SIMEV Art. 1.1.3.2. y Estatuto Orgánico del Sistema Financiero Art. 53; Art. 1.1.3.10.

2. La función del autorregulador del mercado

Como se mencionó, para inscribirse en el RNAMV se requiere haber sido previamente aceptado por el Autorregulador del Mercado de Valores, membresía que debe acreditarse para poder operar, y que se obtiene una vez cumplidos requisitos como participar en el capital del Autorregulador según proporciones que fijen los estatutos, pagar el valor de la inscripción, y cumplir el trámite para ser aceptado, incluyendo la demostración de estándares de idoneidad financiera, técnica y moral, capacidad para operar y entrenamiento¹⁴. A su vez, el Autorregulador no podrá aceptar como miembro a quien no se encuentre previamente inscrito en el RNAMV¹⁵, ocasionando un círculo vicioso de trámites para la inscripción en el caso de aquellos agentes que quieran iniciar operaciones de intermediación en el mercado.

Es de anotar que dentro de las funciones del organismo de autorregulación se encuentra promover el profesionalismo de los miembros vinculados a este, sujetos a su competencia. Igualmente, cabe resaltar la

generalización de la obligación de presentar un examen de idoneidad profesional, que pretende verificar el grado de desarrollo de competencias y habilidades de los operadores, y que debe ser renovado cada dos años. Este examen deberá ser aplicado por entidades de educación superior autorizadas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Además, se prevé en las normas que el autorregulador podrá negar o cancelar la inscripción de personas que hayan incurrido en conductas que los hubieren hecho merecedores de expulsión del mercado, o que hubieren puesto en peligro la confianza del público. En estos casos deberá informar previamente a la Superintendencia Financiera (Rosillo, 2006: 29).

3. El registro de profesionales y operadores

De otro lado, el nuevo régimen establece la creación de un Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores RNAMV, que tienen el propósito de elevar los estándares de los operadores. En este registro deben inscribirse las personas naturales

que hagan operaciones de intermediación, más conocidos como traders, además de quienes se encarguen de estructurar operaciones de intermediación, los que manejen fondos colectivos de inversión, y quienes promuevan la realización de operaciones en el mercado.

Es de esperar que con este registro se salven las diferencias entre los representantes de las comisionistas de bolsa y los operadores de las tesorerías bancarias y de otros intermediarios, dado que para los primeros aplicaba el régimen de acreditación de la idoneidad profesional y técnica provisto por la regulación estatal y en los estatutos de la bolsa, en tanto que para los segundos solamente se tenían en cuenta las normas propias de cada tesorería, y por supuesto, los parámetros del sistema de negociación al cual se encuentren afiliados. Igualmente, se prevé una elevación de los estándares de profesionalismo en el mercado, con el beneficio previsible de una mejor organización y disciplina, de cumplirse lo previsto en el Memorando de Entendimiento suscrito entre el Autorregulador y la Superintendencia Financiera, que permitiría coordinar las funciones de supervisión y disciplina, según ya fue comentado.

4. Responsabilidades frente a los inversionistas

Por último, un aspecto que puede haber pasado algo desapercibido pero que reviste la mayor importancia, es la obligación que se dio a las comisionistas de publicar en sus páginas de Internet la Guía del Inversionista Cuidadoso. Se resalta este punto por cuanto es una manifestación del traslado que le está haciendo la Superintendencia Financiera al mercado de las responsabilidades de divulgación y promoción de una cultura

bursátil, y aun de protección del inversionista, un poco en contravía con lo que es usual en el ámbito internacional, en donde la agencia supervisora dispone de sitios de información, consulta y atención de preguntas y quejas por parte del público, lo que se entiende como una forma de protección a los inversionistas, además de ser un canal bastante útil para el supervisor, para 'pulsar' el desenvolvimiento del mercado¹⁶.

No obstante la obligación de divulgación anteriormente mencionada, es mucho lo que falta en materia de regulación de los asesores de inversión, por cuanto son estos los que en primera instancia deberían estar cumpliendo con cometidos de mayor información y consejo a los inversionistas consumidores. Por ahora, la única reglamentación al respecto es la que contiene la resolución 1200 respecto de las obligaciones de asesoría, información y lealtad con sus clientes de las sociedades comisionistas de bolsa (que sería aplicable en lo concerniente a la administración de fondos de valores), y ahora la obligación que tienen quienes manejen fondos colectivos de inscribirse en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado.

5. Regulación bancaria para las comisionistas de bolsa

Hay otro aspecto que permitiría la identificación de una tendencia hacia la bancarización de la regulación en el caso de las sociedades comisionistas de bolsa, que ya venía de tiempo atrás. Dentro de este parámetro están los requerimientos de capital mínimo de las comisionistas, establecidas en una ley de reforma financiera¹⁷, y las normas de capital adecuado y patrimonio técnico, diseñadas desde 2001, en cumplimiento de los estándares de Basilea.

Al respecto, es de advertir que según los parámetros de IOSCO (2003), el cálculo del capital adecuado para los intermediarios del mercado debe involucrar conceptos de riesgo de mercado, de contraparte, de crédito, operacional y de liquidación, entre otros, con el fin primordial de disponer de recursos para absorber las pérdidas causadas por caídas bruscas y repentinas del mercado, y de esta forma proteger a los inversionistas (principio uno de IOSCO). Pero, esto no que-rría decir que deba aplicarse a las comisionistas la misma metodología de cálculo del capital y el patrimonio técnico que para los bancos, dado que la actuación de estos en el mercado de valores corresponde a la de inversionistas en busca de una rentabilidad para su portafolio, y no tienen como los co-

misionistas de bolsa obligaciones en torno a la protección de los inversionistas.

De otro lado, otra forma de bancarización que se observa en la nueva regulación es la inclusión de los diversos aspectos normativos atinentes a las comisionistas, en las Circulares 7 Básica Jurídica y 100 Básica Contable y Financiera de la antigua Superintendencia Bancaria. De esta forma se refuerza la tendencia previa a la bancarización que se manifestaba en la aplicación del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero a estos intermediarios, de manera que son los sujetos los que se regulan y no propiamente la actividad de intermediación. En este campo tendremos que esperar los desarrollos que haga el organismo autorregulador, al que la regulación dio competencias en este sentido.

TABLA 7
DESARROLLO NORMATIVO DE LOS INTERMEDIARIOS DEL MERCADO

Norma o proyecto	Aspecto regulado
Proyecto de Circular Externa (2007)	Imparte instrucción sobre los servicios financieros prestados por las sociedades comisionistas a través de corresponsales.
Proyecto de Decreto (2007)	Reglamenta las inversiones apalancadas
Proyecto de resolución (2007)	Incluye en el PUC cuentas de orden y cuentas de gasto para revelación contable de riesgo operativo
Proyecto de 2007	Expide e incorpora a la Circular 100 líneas operativas para el registro de eventos de riesgo operativo
Proyecto (C. C.) 21 de 2007	Se reitera el cabal cumplimiento de la resolución 1200 de la Superintendencia de Valores
Decreto 3032 de 2007	Reglamenta los servicios financieros prestados por las sociedades comisionistas de bolsa de valores a través de corresponsales.
Decreto 2558 de 2007	Expide régimen de oficinas de representación de instituciones en el exterior (financieras, reaseguradoras y mercado de valores).
Decreto 343 de 2007	Unificación de la regulación prudencial de las operaciones de las entidades vigiladas en relación con repos, simultáneas y transferencia temporal de valores
Decreto 3522 de 2006	Modifica parcialmente decreto sobre autorregulación
Decreto 3139 de 2006	Normas relacionadas con la organización y funcionamiento del Registro Nacional de Agentes del Mercado y del Registro Nacional de Profesionales del Mercado, que hacen parte del Sistema de Información del Mercado de Valores SIMEV

Norma o proyecto	Aspecto regulado
Decreto 1565 de 2006	Ejercicio de la actividad de autorregulación del mercado de valores
Decreto 700 de 2006	Autoriza a las comisionistas de bolsa a tener inversiones en sociedades de servicios técnicos y administrativos cuyo objeto social exclusivo sea la compensación y liquidación de divisas.
Decreto 4759 de 2005	Reglamentación del defensor del cliente del sistema financiero
Resolución 429 de 2007	Incorpora al PUC de las entidades vigiladas registros de las operaciones de reporto, simultáneas y transferencia temporal de valores
Res. 6195 de 2006 MHCP	Instructivo para la medición de desempeño de los participantes en el Programa de Creadores de Mercado de títulos de deuda pública
Res. 6186 de 2006 MHCP	Regula el Programa de Creadores de Mercado de títulos de deuda pública
Resolución 2436 de 2006	Señala el valor de los derechos de inscripción en el Registro Nacional de Agentes del Mercado
Resolución 2374 de 2006	Modificación de PUC de entidades vigiladas
Resolución 1892 de 2006	Introduce modificaciones al PUC para entidades vigiladas
Resolución 1821 de 2006	Introduce modificaciones al PUC de entidades vigiladas
Res. 710 de 2006 MHCP	Determina parámetros para excluir a una entidad designada como Creador o Aspirante a Creador de Mercado para títulos de deuda pública
Circular E. 029 de 2007	Modifica PUC de entidades vigiladas
Circular E. 027 de 2007	Establece reglas sobre el defensor del cliente financiero
Circular E. 026 de 2007	Expide capítulo de la Circular 100 relacionado con cuentas de margen
Circular E. 023 de 2007	Inscripción y envío de información al Registro Nacional de Agentes del Mercado
Circular E. 022 de 2007	Establece normas sobre riesgo de lavado de activos y financiación del terrorismo
Circular E. 009 de 2007	Modifica Circular 100 sobre formatos para información de riesgo de mercado
Circular E. 019 de 2006	Autoriza a las entidades vigiladas la movilización excepcional de operaciones transitorias de liquidez
Circular E. 018 de 2007	Modifica la Circular 007 Básica Contable y Financiera para incorporar reforma hecha a repos, simultáneas y transferencia temporal de valores
Circular E. 017 de 2007	Modifica la Circular 007 Básica Jurídica para incorporar reforma hecha a repos, simultáneas y transferencia temporal de valores
Circular E. 015 de 2007	Instrucciones a las entidades vigiladas sobre el defensor del cliente financiero
Circular E. 052 de 2006	Modifica la Circular 100 sobre estados financieros combinados

Norma o proyecto	Aspecto regulado
Circular E. 048 de 2006	Adopción de un sistema de administración de riesgo operativo SARO
Circular E. 045 de 2006	Instrucciones sobre información estadística de reclamaciones de consumidores financieros
Circular E. 041 de 2006	Procedimientos de combinación y consolidación de estados financieros
Circular E. 035 de 2006	Modifica la Circular 100 Básica Contable y Financiera sobre administración de riesgo crediticio.
Circular E. 034 de 2006	Instrucciones a las entidades vigiladas sobre determinación, contabilización, amortización y valuación de crédito mercantil formado, modificando Circular 100 Básica Contable y Financiera
Circular E. 029 de 2006	Actualiza las instrucciones para el trámite de posesión de los representantes legales, directores, revisores fiscales y oficiales de cumplimiento de las entidades vigiladas
Circular E. 028 de 2006	Autorización excepcional de movilización de portafolios
Circular E. 027 de 2006	Modifica Circular 100 respecto de riesgo de Mercado
Circular E. 015 de 2006	Instrucciones a las comisionistas de bolsa sobre la publicación en sus páginas Web de la Guía del Inversionista Cuidadoso.
Circular E. 007 de 2006	Excepciones en la Circular 7 Básica Jurídica en el trámite de posesión ante la Superintendencia Financiera
Circular E. 003 de 2006	Instrucciones sobre remisión de información de la composición de los portafolios de inversión, posición en derivados y novedades

FUENTES: Decretos de Interés, Boletín de Hacienda capítulo Superintendencia Financiera 2005 – 2007 e Histórico de Proyectos de regulación en la página Web de la Superintendencia Financiera de Colombia, www.superfinanciera.gov.co; Informe Semanal de Regulación de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras ASOBANCARIA; e Informativo del Observatorio del Sistema Financiero del Departamento de Derecho Económico de la Universidad Externado de Colombia. Ministerio de Hacienda www.minhacienda.gov.co.

D. Sistemas de negociación

En el capítulo de los sistemas de negociación la mayor parte de las normas nuevas corresponden a la reglamentación de las operaciones. Sin embargo, hay otras normas muy importantes, como la que dispone el registro como agentes del mercado, o las que desarrollan la autorregulación.

1. Registro como agentes del mercado

A las bolsas y mercados electrónicos, que ahora se denominan proveedores de infra-

estructura, se les aplica las mismas reglas respecto de la inscripción en el Registro Nacional de Agentes del Mercado RNAMV ya comentadas, por cuanto, según lo previsto en la ley, son entidades sometidas a inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera. De esta forma, deben cumplir con lo estipulado en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero en lo relativo a constitución y autorización de la Superintendencia Financiera, en una clara bancarización de la regulación de estos agentes facilitadores.

Adicionalmente, estas entidades deben

enviar a la Superintendencia Financiera los reglamentos de operación, la acreditación de que disponen de capacidad técnica y operativa, la identificación del oficial de cumplimiento de prevención y control de actividades delictivas, y la política general de cobro de tarifas. Como en otros casos, priman en la regulación las normas de corte formal, de cumplimiento de requisitos, por sobre el desarrollo de condiciones de transparencia, información y gobierno en la ejecución de las actividades.

2. Desarrollo de la autorregulación

Otro punto que vale la pena resaltar en el desarrollo normativo de los sistemas de negociación es el atinente a la autorregulación, que fue dispuesta en la Ley Marco. En efecto, se da lugar a la creación del Autorregulador del Mercado de Valores, con funciones precisas en los campos normativo, de disciplina y organización del mercado y de supervisión del mismo. Este organismo reemplazó al Rector del Mercado, que se había escindido de la Bolsa de Valores de Colombia.

Al respecto, es de anotar que, no obstante lo previsto en la normatividad respecto de las funciones del autorregulador, la bolsa de valores continuará teniendo la facultad de reglamentar tanto la operación bursátil como las actuaciones de sus miembros (ROSILLO, 2006, 26).

Por su parte, las funciones de disciplina estarán a cargo del organismo de autorregulación, con lo que resalta la importancia de la forma como se coordinaría esta función con la desarrollada por la Superintendencia Financiera, que no delega expresamente sus funciones en este campo (ROSILLO, 2006: 35), como una manera de prevenir la posible colisión que podría tener la autorregulación frente a la figura de desmutualización de la bolsa, que ya está en ejecución. Esta se manifiesta en la posibilidad de contar con accionistas rentistas en el capital de la bolsa, de un lado, y en la utilización de las plataformas de negociación por parte de no miembros, de otro. En tales casos, se restringiría la posibilidad del autorregulador de cumplir su función a aquellos agentes no miembros del organismo, y en el segundo caso, está por verse la forma como podría aplicar normas de disciplina a agentes que podrían ser diferentes a las comisionistas de bolsa.

3. Papel en la protección de los inversionistas

Por último, se aplica a las bolsas de valores la obligación de poner a disposición del público la Guía del Inversionista Cuidadoso. Con esto se refuerza la transferencia al sector privado de responsabilidades en torno a la protección de los inversionistas, que ya se comentó.

TABLA 8
DESARROLLO NORMATIVO DE LA PROVISIÓN DE INFRAESTRUCTURA PARA LA NEGOCIACIÓN DE VALORES
(SISTEMAS DE NEGOCIACIÓN)

Norma o proyecto	Aspecto regulado
Decreto 2939 de 2007	Modifica el Decreto 0666 de 2007, sobre Operaciones de Cuentas de Margen.
Decreto 1802 de 2007	Operaciones preacordadas
Decreto 692 de 2007	Las bolsas de valores podrán tener cualquier número máximo de miembros en sus consejos directivos
Decreto 666 de 2007	Reglamenta las cuentas de margen
Decreto 343 de 2007	Unifica la reglamentación prudencial de las operaciones establecidas en el artículo 4432 de 2006 (integración a los sistemas de negociación de interbancarias, repo, simultáneas y transferencia temporal de valores).
Decreto 4432 de 2006	Operaciones de reporto o repo, simultáneas y transferencia temporal de valores
Decreto 3139 de 2006	Reglamenta el SIMEV
Decreto 1939 de 2006	Regula operaciones a plazo de cumplimiento efectivo modificando la resolución 1200 del Superintendente de Valores
Decreto 1565 de 2006	Dicta disposiciones para el ejercicio de la actividad de autorregulación del mercado de valores.
Decreto 850 de 2006	Elimina el tiempo mínimo de inscripción en bolsa de los valores objeto de remate en operaciones martillo
Decreto 700 de 2006	Autoriza a las bolsas de valores a tener inversiones en sociedades de servicios técnicos y administrativos cuyo objeto social exclusivo sea la compensación y liquidación de divisas.
Resolución 430 de 2007	Modifica la resolución 1200 respecto de operaciones de reporto o repo, simultáneas y transferencia temporal de valores
Res. 6153 de 2006 MHCP	Modifica el sistema de colocación para Subastas Holandesas por la bolsa de valores
Resolución 1171 de 2006	Otorga certificado de autorización al Organismo AMV.
Circular E. 026 de 2007	Nuevo capítulo de la Circular 100 sobre cuentas de margen
Circular E. 018 de 2007	Modifica la Circular 100 Básica Contable y Financiera respecto de operaciones de reporto o repo, simultáneas y transferencia temporal de valores
Circular E. 017 de 2007	Modifica la Circular 7 Básica Jurídica respecto de operaciones de reporto o repo, simultáneas y transferencia temporal de valores
Circular E. 015 de 2006	Imparte instrucciones a la Bolsa de Valores de Colombia sobre la publicación en su página Web de la "Guía del Inversionista Cuidadoso".

FUENTES: Decretos de Interés, Boletín de Hacienda capítulo Superintendencia Financiera 2005 – 2007 e Histórico de Proyectos de regulación en la página Web de la Superintendencia Financiera de Colombia, www.superfinanciera.gov.co; Informe Semanal de Regulación de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras ASOBANCARIA; e Informativo del Observatorio del Sistema Financiero del Departamento de Derecho Económico de la Universidad Externado de Colombia.

E. Sistemas de compensación y liquidación

Este tema, de la mayor importancia para el mercado de valores, no ha tenido, al contrario de los demás participantes, un gran desarrollo normativo. Sin embargo, las normas expedidas son bastante relevantes, en cuanto disponen lo pertinente a la finalización de las operaciones (principio de finality) y a la forma como se podrá mitigar los riesgos en estas importantes actividades.

1. Regulación de los sistemas de compensación y liquidación

En la norma que regula los sistemas de compensación y liquidación es de resaltar el seguimiento de los principios internacionales en la materia, en particular los referentes al acceso de los participantes, la información del sistema, el control de riesgo y las reglas en caso de incumplimiento, entre otros.

Igualmente, es importante el desarrollo del principio de finality proveniente de la Ley Marco, según el cual las operaciones con valores tienen un carácter firme e irrevocable una vez cumplidos los requisitos de control de riesgo establecidos en el sistema.

Por último, se dispone dos modalidades de liquidación de las operaciones con valores: en la primera deberá cumplirse con los parámetros de cubrimiento de riesgo dispuestos en el reglamento y no será posible

liquidar la operación en tanto no se disponga de la confirmación de la existencia de títulos y dinero (liquidación bruta), y aquella en la que se debe verificar la existencia de mecanismos de cobertura, tales como líneas de crédito para la provisión de efectivo, así como de la idoneidad y suficiencia de las garantías, antes de dar curso a la finalización de la operación (liquidación neta diferida).

2. La cámara de riesgo central de contraparte

Es importante la norma que reglamenta las cámaras de riesgo central de contraparte por cuanto da vía libre a la conformación de estos entes, que operarán como deudores y acreedores recíprocos de los derechos y obligaciones de las contrapartes en las operaciones con valores, eliminando así el riesgo de crédito bilateral propio de las mismas. Este mecanismo ha revestido la mayor importancia en el desarrollo de los mercados de capitales globales según se observa en la experiencia internacional (HOLGUÍN y VILLAQUIRÁN, 2007).

3. Registro como agentes del mercado

De otro lado, se aplica a estos sistemas lo ya dicho para los sistemas de negociación en relación con la inscripción en el Registro Nacional de Agentes del Mercado RNAMV, incluyendo el comentario sobre bancarización del registro.

TABLA 9
DESARROLLO NORMATIVO DE LOS SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE OPERACIONES CON VALORES

Norma o proyecto	Aspecto regulado
Decreto 2893 de 2007	Regula las cámaras de riesgo central de contraparte.

Norma o proyecto	Aspecto regulado
Decreto 1456 de 2007	Dicta disposiciones sobre los sistemas de compensación y liquidación de operaciones con valores
Decreto 3139 de 2006	Reglamenta el SIMEV.
Resolución 1832 de 2006	Autoriza a DECEVAL para ejercer la función de Agencia Numeradora Nacional

FUENTES: Decretos de Interés, Boletín de Hacienda capítulo Superintendencia Financiera 2005 – 2007 e Histórico de Proyectos de regulación en la página Web de la Superintendencia Financiera de Colombia, www.superfinanciera.gov.co; Informe Semanal de Regulación de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras ASOBANCARIA; e Informativo del Observatorio del Sistema Financiero del Departamento de Derecho Económico de la Universidad Externado de Colombia.

F. Calificadoras de valores

Al igual que en el caso anterior, no hay una profusión de normas después de expedida la ley.

Vale la pena resaltar en este caso, que la regulación del Registro Nacional de Agentes del Mercado estableció requisitos para estos agentes, adicionales a los generales para las sociedades sujetas a inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera, como son, acreditar la infraestructura técnica y administrativa adecuada;

prever en sus estatutos la existencia de un comité técnico; informar sobre empleados responsables de la actividad; indicar los vínculos con beneficiarios reales de entidades que desarrollen actividades en el mercado, y enviar el reglamento de calificación.

Por último, se dispone que no puedan acreditar la condición de calificadora cuando esta sea beneficiaria real de una parte del capital de un emisor, comisionista, corredor, fondo colectivo de inversión, establecimiento de crédito, sociedad fiduciaria o administradora de pensiones y cesantías.

TABLA 10
DESARROLLO NORMATIVO DE LA CALIFICACIÓN DE VALORES (SOCIEDADES CALIFICADORAS)

Norma o proyecto	Aspecto regulado
Calificación de valores (sociedades calificadoras de valores)	
Decreto 1076 de 2007	Dicta disposiciones para el ejercicio de la actividad de calificación de valores
Decreto 3139 de 2006	Reglamenta el SIMEV.
Decreto 2167 de 2006	Establece criterios para la conformación del comité técnico de las sociedades calificadoras de valores y definir la idoneidad de sus miembros

FUENTES: Decretos de Interés, Boletín de Hacienda capítulo Superintendencia Financiera 2005 – 2007 e Histórico de Proyectos de regulación en la página Web de la Superintendencia Financiera de Colombia, www.superfinanciera.gov.co; Informe Semanal de Regulación de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras ASOBANCARIA; e Informativo del Observatorio del Sistema Financiero del Departamento de Derecho Económico de la Universidad Externado de Colombia.

III. ASPECTOS DE SUPERVISIÓN

Al mismo tiempo que se ha venido ajustando el marco regulatorio, pero con una mayor rapidez, se realizó la unificación de las Superintendencias Bancaria y de Valores. Al efecto, se han seguido algunos de los parámetros y recomendaciones contenidos en el informe del asesor internacional contratado por el Ministerio de Hacienda, pero parece que no precisamente las que plantearon que la fusión debería realizarse en forma programada y mesurada, de manera que no se debía iniciar una etapa sin haber finiquitado la anterior, y que se debía proveer los recursos necesarios para no perder las iniciativas y desarrollos en la supervisión del mercado de valores que venían en curso (CARMICHAEL, 2004).

Es tal vez mucho más clara la tendencia a la bancarización que tiene la estructura de supervisión, que lo que se ha comentado con respecto a la regulación. Es así como la función principal asignada a la Superintendencia Financiera fue la de controlar el riesgo de las actividades desarrolladas por los agentes, sin diferenciar los financieros de los no financieros, incluyendo desde luego entre estos últimos a los participantes en el mercado de valores. De esta forma, ya en la práctica, lo que se observa es que se ha dado más peso a las recomendaciones respecto del seguimiento de principios de regulación prudencial de tipo bancario, que a la implantación de criterios de supervisión más propios del mercado, esto es, una supervisión por actividades, que enfatizara en la prevención y sanción de conductas contra el mercado (enforcement), que protegiera al inversionista – especialmente al consumidor - y que retroalimentará al regulador en punto a atender a características de dinamismo

e innovación propios del mercado de valores, dentro de condiciones de organización y disciplina.

De hecho, la advertencia a este respecto fue que se estableciera funciones para la Superintendencia Financiera que fueran consistentes con los principios de regulación prudencial, como son: estabilidad, seguridad y profundidad del sistema financiero; altos estándares en la conducción de entidades financieras; justicia, eficiencia y organización de los mercados financieros; y lucha contra el crimen financiero (CARMICHAEL, 2004).

Sin embargo, llama la atención que entre las recomendaciones del asesor internacional se planteó que la Superintendencia Financiera debería desarrollar sus competencias sin que estas interfieran innecesariamente con las fuerzas del mercado, lo mismo que actuar con criterios de buen gobierno y dentro de parámetros que se podrían catalogar como de regulación basada en riesgo (RBR) (CARMICHAEL, 2004). Al respecto, no fue posible constatar el cumplimiento de estas recomendaciones, y en particular verificar si la regulación se estaba orientando a criterios de RBR, dado que no se cuenta con las motivaciones de las normas o evaluaciones de su impacto¹⁸.

Es de anotar que, no obstante lo definido en la exposición de motivos y en las ponencias para debate de la Ley Marco, en torno a la importancia del desarrollo del mercado, explícitamente se recomendó que la Superintendencia Financiera no debía encargarse de temas de desarrollo del mercado, aun cuando se reconoció la importancia de esta función¹⁹. Esta debería corresponder a un cuerpo asesor en el regulador, esto es, el Ministerio de Hacienda (CARMICHAEL, 2004).

Lo cierto es que es posible encontrar varias manifestaciones de bancarización de la supervisión, como son, la organización de esta actividad por sujetos y no por actividades, entre otras cosas para atender a la necesidad de consolidación en la supervisión; la conservación en lo sustancial de la estructura de la antigua Superintendencia Bancaria, y lo que es más importante, las funciones asignadas a los Superintendentes Delegados en materia de regulación prudencial. Es de resaltar que la regulación en este sentido se está desarrollando lo determinado en la Ley Marco en relación con la aplicación del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero²⁰.

A. Supervisión por sujetos

Es claro que la organización de la Superintendencia Financiera se basa en la necesidad de supervisar a los sujetos, como era el caso en la antigua Superintendencia Bancaria, y no a las actividades, como había empezado a realizarse en la Superintendencia de Valores. Esto se observa particularmente en el caso de los intermediarios del mercado y de los portafolios de inversión colectiva.

1. Supervisión de los intermediarios del mercado

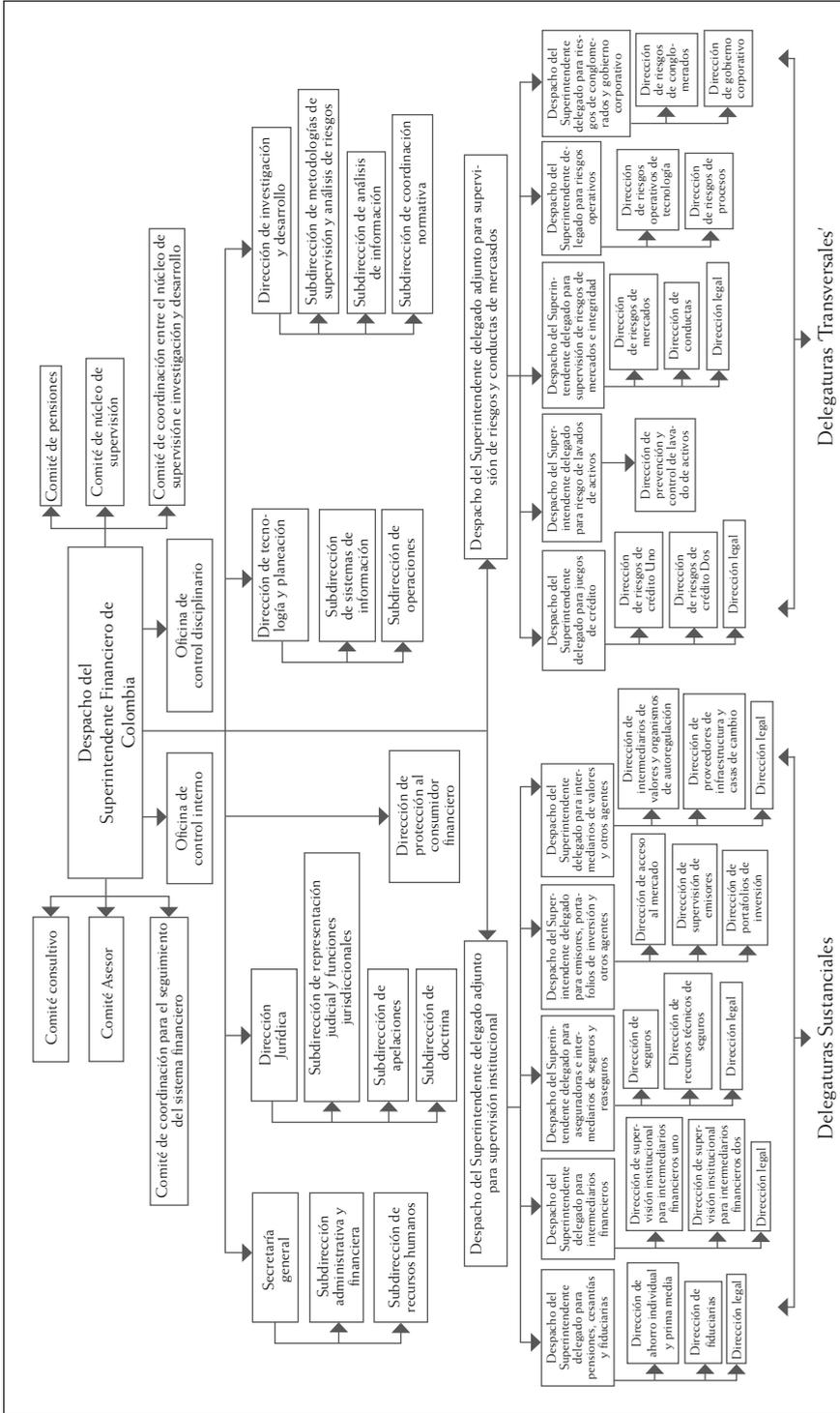
En el primer caso, en la nueva estructura de competencias del Delegado de Intermediarios de Valores y Agentes del Mercado desaparecen algunas funciones 'objetivas', como podrían ser la verificación de la información que debían suministrar los intermediarios de valores, el seguimiento de las operaciones con miras a detectar conductas contra el mercado²¹, o el control de la actividad de los intermediarios no vigilados.

En su defecto, en una manifestación de mayor intervención por parte del Estado en la actividad de los agentes del mercado, se agrega una función de autorización de los contratos de underwriting que suscribirían los intermediarios para la colocación de los papeles.

Lo cierto es que la estructura actual de vigilancia sobre los intermediarios se parece más a la que tenía la Superintendencia de Valores a principios de la década de los noventa, de supervisión por sujetos²², que la que adoptó a principios de los 2000 cuando empezó a resaltar la supervisión de actividades²³. En efecto, en el primer caso la supervisión sobre las entidades vigiladas era desarrollada por la Delegatura de Intermediarios y demás Entidades Vigiladas, siguiendo parámetros en mucho similares a los que seguía la Superintendencia Bancaria para sus entidades vigiladas, al paso que en 2000 se dispuso que la Delegatura de Intermediarios y Mercados realizara, al tiempo con una mejor supervisión de las entidades sujetas a inspección y vigilancia, el seguimiento de las operaciones en el mercado de valores con miras a detectar conductas contra el mercado e iniciar en consecuencia procesos de investigación y sanción de las mismas.

Ahora bien, respecto de los intermediarios de valores diferentes a las sociedades comisionistas de bolsa, esto es, tesorerías bancarias, administradores de activos y otros, no está contemplada en la nueva estructura la supervisión de su actividad de intermediación de valores por parte de la Delegatura de Intermediarios de Valores y Otros Agentes²⁴. Sin embargo, revisando lo previsto en los apartes correspondientes a las delegaturas de riesgo, se encuentra que, sería a dichas instancias a las que co-

GRÁFICO NO. 1
ESTRUCTURA DE LA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA



FUENTE: El organigrama fue tomado de www.superfinanciera.gov.co

rrespondería producir informes respecto del desarrollo de las conductas ejercidas en desarrollo de la actividad de intermediación de valores por parte de estos agentes, así como recomendar si es pertinente la toma de medidas cautelares por parte del supervisor²⁵.

Es de suponer el alto grado de coordinación que debe darse en estos casos, entre los delegados de riesgos y conductas y los delegados institucionales correspondientes, pero a pesar de lo dificultoso que esto pueda parecer, podría ser una ganancia en relación con la situación anterior a la fusión, dado que antes de la misma la Superintendencia de Valores no tenía realmente capacidad para imponer sanciones por conductas contra el mercado, respecto de agentes diferentes a las comisionistas de bolsa. Sin embargo, aparentemente siguen quedando por fuera del espectro de supervisión, importantes intermediarios como las tesorerías públicas.

2. Supervisión de las carteras colectivas

En segundo término, la supervisión sobre las carteras colectivas quedó en la actual estructura de supervisión dentro de las funciones del Delegado de Emisores, Portafolios de Inversión y otros agentes, siendo manifiesto que la prioridad es la supervisión de los sujetos, más que la de las actividades realizadas en el mercado. Esto por cuanto lo que prima en las competencias de supervisión es la autorización para la creación de estos entes, sus tarifas, el cumplimiento de las normas contables, la evaluación de los estados financieros, y otros, más que temas como la actuación de los fondos y sus administradores en el cumplimiento de principios de gobierno, transparencia y rendición de cuentas. Sin embargo, sí se agrega a las funciones prudenciales de la Superintendencia

Financiera la autorización de la apertura y cierre de los fondos de inversión extranjera de portafolio²⁶, cuestión un tanto difícil de entender por cuanto las decisiones al respecto, lo mismo que las correspondientes a la actuación en el mercado colombiano, se adoptan con recursos de ahorro externo, en el exterior, y con criterios de mercado.

Es de anotar que la forma de supervisión de las carteras colectivas podría entenderse como un 'retroceso' en los esfuerzos por su desarrollo, si se tiene en cuenta que tal estructura reemplaza una en la que los portafolios colectivos de inversión estaban a nivel de Delegatura, cuyas funciones eran proponer y coordinar la adopción de políticas para su desarrollo o el impulso a nuevos mecanismos de inversión colectiva, entre otros²⁷.

B. Supervisión sobre criterios prudenciales

Como se puede observar en la definición de las competencias de los Superintendentes Delegados, se prevé la definición de aspectos basados en regulación prudencial y el establecimiento de los denominados "controles de ley", como son, ordenar provisiones o reservas, determinar institutos de salvamento o toma de posesión, supervisar la condición financiera de las entidades, vigilar el cumplimiento del capital mínimo y el patrimonio técnico y los límites de concentración de riesgo, entre otros. Estas competencias son para los superintendentes delegados de entidades financieras (por ejemplo, los bancos) y no financieras (las comisionistas), sin hacer distinciones entre los dos tipos de agentes.

Claro está que se conserva en la actual estructura algunos aspectos que podrían

entenderse como de supervisión de la actividad, como son el seguimiento de las operaciones en el mercado, el control sobre la transparencia e integridad del mercado y la verificación del cumplimiento de las normas por parte de los agentes, pero tales funciones fueron traspasadas a la Delegatura de Riesgos de Mercado e Integridad, que debe producir informes al respecto para la Delegatura de Intermediarios del Mercado y Otros Agentes²⁸. Además, algunas de estas funciones 'bajan' en la nueva estructura, al nivel de Dirección.

En el caso de las carteras colectivas también es evidente el peso que tienen los criterios prudenciales en la supervisión, que habían sido característicos antes de 2001 en la Superintendencia de Valores. Como ya se advirtió, pesan más en la definición de competencias, la supervisión, las verificaciones de estados financieros, provisiones y reservas, entre otros, que el cumplimiento de las políticas de riesgo contenidas en los prospectos entregados a los suscriptores, y de la información a los mismos.

C. Enfoque de la supervisión

Para finalizar, una reflexión sobre las competencias generales de supervisión. Es claro que, a pesar del ánimo modernizador si se quiere de la Ley 964 de 2005, sigue vigente el planteamiento contenido en la Ley 35 de 1993 en punto a la supervisión de las entidades que desarrollan funciones en el sector financiero. En efecto, dicha ley establece la inspección, vigilancia y control sobre las personas que desarrollan actividades bien sea en el campo financiero o en el mercado de valores, entre otras, teniendo como prioridad la verificación del cumplimiento de las normas expedidas en desarrollo de la ley²⁹.

Al no haber cambiado la Ley Marco este planteamiento, deja a las entidades del mercado de valores sujetas en lo sustancial a los formatos de supervisión propios de las entidades financieras, según ya se ha visto. Así, lo que agregó la Ley 964 de 2005 a este respecto, fue, en el mismo espíritu de la supervisión prudencial, la verificación del cumplimiento de las normas expedidas por el Banco de la República respecto de sus vigiladas (por ejemplo, presumiblemente en lo relativo al ejercicio de actividades en el mercado de divisas por parte de las comisionistas de bolsa); o la imposición de medidas cautelares para salvaguardar valores o recursos administrados, en casos de investigaciones; entre otros³⁰.

Lo anterior refuerza lo establecido en torno a la bancarización de la supervisión del mercado de valores, que deja en segundo plano la búsqueda de objetivos como la protección a los inversionistas y la organización del mercado, y por supuesto el desarrollo del mismo.

IV. CONCLUSIONES

Desde la expedición de la ley 964 de 2005 Marco del Mercado de Valores se han expedido cerca de 90 disposiciones, por parte del Ministerio de Hacienda y Crédito Público y la Superintendencia Financiera de Colombia, en temas que regulan la oferta pública, el registro de valores y emisores, a los intermediarios del mercado, los sistemas de negociación, compensación y liquidación y la calificación de valores, entre otros. Estas normas deben sumarse a las anteriores a la Ley Marco que aun continúan vigentes, haciendo hoy en día algo más complejo el análisis del marco institucional del sector.

Según la forma como se ha venido diseñando la nueva regulación, se puede decir que se ha venido reforzando y generalizando una tendencia a la bancarización de la regulación del mercado de valores, ya manifiesta en el caso de los intermediarios del mercado. Esta tendencia se caracteriza por los siguientes aspectos:

En primer término, se da una gran fuerza a la regulación prudencial de corte bancario, que es la que se basa en definiciones sobre capital mínimo, así como identificación, gestión y control del riesgo, entre otros, sin que se observe una diferenciación entre actores financieros y no financieros. Esto acompañado de un énfasis en el cumplimiento de requisitos formales, más que en los resultados de las actividades en torno a importantes aspectos como la protección de los inversionistas.

En segundo lugar y asociado a lo anterior, la regulación es más sobre los sujetos que sobre las actividades que desarrollan en el mercado. Esto es evidente por ejemplo en las normas sobre registro de los participantes como agentes del mercado, en torno al cumplimiento de requisitos para la creación y autorización, según lo dispuesto en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero.

En tercer término, en la nueva estructura normativa se traslada por entero al sector privado la responsabilidad en torno a la divulgación de información sobre el mercado, eliminando o no considerando instancias como la puesta a disposición de instructivos o la apertura de 'ventanas' en el supervisor, para atención de los inversionistas. Esto va acompañado de una regulación sobre defensores del cliente de corte bancario, en la que parece no considerarse que en el caso del mercado de valores, serían los inversionistas y no los intermediarios los que asumirían el

riesgo de los proyectos de los emisores.

En cuarto lugar, se observa un esfuerzo por incluir la regulación del mercado en la estructura normativa de la antigua Superintendencia Bancaria, nuevamente sin hacer consideraciones respecto de la diferenciación entre entidades financieras y no financieras.

En quinto término, la supervisión se ha diseñado, en general, más con criterios bancarios que desde el punto de vista del mercado. Es así como, las competencias de los superintendentes delegados van orientadas primordialmente a la verificación del cumplimiento de los 'controles de ley' y de los requisitos de creación, organización, fusión y escisión de los agentes, entre otros, así como a la definición de provisiones y reservas, y no al cumplimiento de principios de gobierno, transparencia y rendición de cuentas en el desarrollo de las actividades.

Es de anotar que se exceptúan de las anteriores consideraciones respecto de la bancarización los emisores de valores –previsiblemente del sector real–, para los que se han diseñado normas de registro, oferta pública y buen gobierno, y los fondos de inversión colectiva para los que se han adoptado criterios de mercado. Respecto de los emisores del sector financiero, además de las normas anteriores deban también aplicarse las de regulación prudencial, como sería lo propio, ocasionando eventualmente un conflicto en relación con los resultados de la actividad, en particular en lo que se refiere a la información a los inversionistas.

De otro lado, si bien para los administradores de sistemas de compensación y liquidación y de calificadoras, aplican también los requisitos de registro de agentes del mercado, con la consecuente bancarización de la regulación según lo ya anotado, es de

resaltar la expedición de una normatividad propia, que avanza en torno al desarrollo de las actividades, especialmente en el primer caso.

Además, queda por verse el desenvolvimiento que tendrá la autorregulación en cabeza del nuevo organismo creado por la ley, especialmente en lo atinente a la coordinación con la Superintendencia Financiera de sus actividades de supervisión y disciplina del mercado.

Otro punto relacionado con la construcción del marco institucional para el mercado de valores que puede ser una rica fuente de discusión en el futuro, es la falta de acompañamiento entre el diseño de la regulación y la construcción de la estructura de supervisión. Esto por cuanto, mientras que muy rápidamente se dio la segunda sin que se observara el cumplimiento de etapas y la obtención de resultados, la primera parece algo retrasada de manera que, no obstante la gran cantidad de normas expedidas, parecería que faltan por regular bastantes aspectos como para decir que se cuenta con un marco completo de reglas que orienten la actuación de los agentes.

Al respecto, en la estructura de supervisión siguen primando consideraciones que se tuvieron en el antiguo marco regulatorio, que precisamente la Ley Marco debería haber corregido. Estos criterios se dirigen a todo el sistema financiero, incluyendo dentro del mismo al mercado de valores, y enfatizan en el cumplimiento de una estructura normativa si se quiere rígida, frente a las características de innovación del mercado de valores.

Por último, una reflexión final y una tarea urgente. La reflexión es de más largo aliento y va orientada a repensar el papel, tanto del regulador como de la Superinten-

dencia Financiera en torno al cumplimiento de los objetivos de la Ley Marco, que como se sabe incluyen los principios de IOSCO, lo que podría llevar a hacer planteamientos acerca de la estructura y competencias del supervisor en relación con los participantes en el mercado de valores, como entidades no-bancarias. Por su parte, la tarea que se ve urgente es la expedición de un estatuto único para el mercado de valores, que finalmente aglutine las normas aplicables al mismo, ojala dentro de propósitos de desarrollo del mercado, que se echan de menos en la actualidad.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO INTERNACIONAL DE PAGOS, Aplicación de Basilea II: Aspectos Prácticos. Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, Julio de 2004. Disponible en www.bis.org. Consulta mayo 5 de 2007.
- BECK, THORSTEN and ROSS LEVINE (2004), *Legal Institutions and Financial Development*. NBER Working Paper Series, WP 10417, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Ms. Apr, 2004.
- BIS, *Basel II: International Convergence of Capital Measurements and Capital Standards: A Revised Framework*. Nov. 2005. Disponible en www.bis.org. Consulta mayo 5 de 2007.
- BLACK, BERNARD S. (2001). *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Market*. Stanford Law School. As Publisher by UCLA Law Review, Vol. 48 pp 781 – 858.
- BLANCO, CONSTANZA. (2007). *La Regulación Prudencial para el Mercado de valores: el caso colombiano*. Working Paper para el Observatorio de Derecho Financiero y del Mercado de Valores de la Universidad Externado de Colombia.I.
- BLANCO, CONSTANZA y JORGE CASTAÑO (2005),

- La Nueva Ley del Mercado de Valores: Manifestación del Derecho Regulatorio. En: Revista Contexto No. 20 de 2005, páginas 7 a 35.
- CARMICHAEL, JEFFREY (2004) Colombia: Creation of a Unified Supervisory Agency for the Financial Sector. Final Report (draft). Sep. 2004.
- CARRASQUILLA, ALBERTO (2004), Exposición de Motivos del proyecto de ley 033 de 2004 de la Cámara de Representantes. Este proyecto corresponde a la Ley 964 de 2005.
- Congreso de la República de Colombia, Ley 45 de 1990. "Por la cual se expiden normas en materia de intermediación financiera, se regula la actividad aseguradora, se conceden unas facultades y se dictan otras disposiciones".
- Congreso de la República de Colombia, Ley 35 de 1993. "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 financiera, bursátil y aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público y se dictan otras disposiciones en materia financiera y aseguradora".
- Congreso de la República de Colombia. Ley 510 de 1999. "Por la cual se dictan disposiciones en relación con el sistema financiero y asegurador, el mercado público de valores, las Superintendencias Bancaria y de Valores y se conceden unas facultades".
- Congreso de la República de Colombia. Ley 964 de 2005. "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".
- HOLGUIN, FELIPE y ANDRÉS VILLAQUIRÁN (2007), La importancia de la cámara de compensación. En: Revista Poder No. 34, agosto 11 de 2007, Pp. 18.
- IOSCO (2005) Principles and Objectives of Securities Regulation, En: www.iosco.org. Consulta en abril de 2007.
- IOSCO (2003) Guidance to Emerging Market Regulators Regarding Capital Adequacy Requirements for Financial Intermediaries. Document No. 230, 2006. En: www.iosco.org. Consulta julio 9 de 2007.
- La Porta, RAFAEL, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. Shleifer and R. Vishny (2001), Law and Finance. Harvard University, University of Chicago.
- LLEWELLYN, DAVID. The Economic Rationale for Financial Regulation. Financial Service Authority Occasional Paper, London, Apr. 1999.
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Fedesarrollo y Banco Mundial Misión de Estudios del Mercado de Capitales, Informe Final. Bogotá, 1996.
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Decreto 2739 de 1991.
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Decreto 1608 de 2000. Disponible en www.banrep.juriscol.gov.co. Consulta junio 4 de 2007.
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Decreto 203 de 2004. Disponible en www.banrep.juriscol.gov.co. Consulta junio 4 de 2007.
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Decreto 4327 de 2005. Disponible en www.superfinanciera.gov.co. Consulta mayo 24 de 2007.
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Decreto 4759 de 2005. Disponible en www.superfinanciera.gov.co. Consulta septiembre 14 de 2007.

- Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Decreto 3139 de 2006. Disponible en www.superfinanciera.gov.co. Consulta septiembre 14 de 2007.
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Decreto 2175 de 2007. Disponible en www.superfinanciera.gov.co. Consulta junio 12 de 2007.
- ROSILLO, MAURICIO, otros (2006). *Doctrina de la Autorregulación del Mercado de Valores en Colombia 2001 – 2006*. Bogotá, D. C.: Autorregulador del Mercado de Valores, Bolsa de Valores de Colombia, 2007.
- Superintendencia Financiera de Colombia, Circular 07 Básica Jurídica. Disponible en www.superfinanciera.gov.co. Consulta mayo 7 de 2007.
- Superintendencia Financiera de Colombia, Circular 100 Contable y Financiera. Disponible en www.superfinanciera.gov.co. Consulta mayo 7 de 2007.
- Superintendencia Financiera de Colombia, Memorando de Entendimiento con el Autorregulador del Mercado de Valores, diciembre de 2006. En: www.superfinanciera.gov.co.
- Superintendencia de Valores, Resolución 400 de 1995 (de la extinta Sala General de la Superintendencia de Valores), actualizada a diciembre 21 de 2006. Disponible en www.superfinanciera.gov.co. Consulta agosto 30 de 2007.
- Superintendencia de Valores, Resolución 1200 de 1995 (del Superintendente de Valores), actualizada a diciembre 21 de 2006. Disponible en www.superfinanciera.gov.co. Consulta agosto 30 de 2007.
- TAFARA, ETHIOPIS. *How Much Regulation Is Just Enough?* Director, Office of International Affairs Security and Exchange Commission Sec. Praga (Czech Republic), Feb. 28, 2006. Disponible en www.sec.gov. Consulta mayo 30 de 2007.
- TANURE, FABRICIO (2003) *A Nova Função Reguladora da Comissão de Valores Mobiliários*. Procuradoria Federal Especializada da CVM. São Paulo, agosto de 2003. Disponible en www.cvm.gov.br. Consulta mayo 25 de 2007.
- TRUJILLO, JUAN PABLO. *El mercado de capitales. Un enfoque funcional*. Estudio preparado para la Misión de Estudios del Mercado de Capitales, Bogotá, 1996. Mimeo.
- Universidad Externado de Colombia, Departamento de Derecho Económico. *Informativo del Observatorio del Sistema Financiero*, varias ediciones, 2006 y 2007. constanza.blanco@uexternado.edu.co Septiembre de 2007
- * Coordinadora de la Maestría en Derecho Económico. Universidad Externado de Colombia
- 1 Al respecto, ver BLANCO y CASTAÑO (2005), en particular páginas 33 a 35.
 - 2 De hecho, el Ministerio de Hacienda tiene a su cargo, tanto la regulación del sistema financiero como una responsabilidad por la supervisión, dado que la Superintendencia Financiera de Colombia es una entidad adscrita al Ministerio de Hacienda y Crédito Público.
 - 3 Cr. Decreto 4327 de 2005 Art. 10 número 2.1.3 y Art. 15.
 - 4 Verbigracia dos casos recientes: el proyecto de circular externa de la Superintendencia Financiera que instruye sobre los servicios prestados por las comisionistas a través de corresponsales, que fue publicado el 27 de agosto de 2007, con plazo para sugerencias (ya que no comentarios) una semana después, el 4 de septiembre; o el proyecto de circular externa respecto de la administración y gestión de carteras colectivas, publicada el 31 de agosto y con plazo para sugerencias el 21 de septiembre.
 - 5 Los ministros deben presentar un informe al Congreso acerca del "estado de los negocios adscritos a su ministerio", dentro de los primeros quince días de cada legislatura. Cfr. Constitución Política Art. 208 tercer párrafo.
 - 6 Ver, entre otros, el informe de gestión de la Superintendencia de Valores 1999 – 2002 *El Mercado de*

- Valores para el Tercer Milenio*. Igualmente, ver el *Plan Estratégico 2003-2008* de la Superintendencia de Valores, disponible en www.superfinanciera.gov.co
- 7 No incluye la normatividad sobre ofertas públicas de adquisición OPAS contenida en la Resolución 400, modificada por los decretos 1941 de 2006 y 2938 de 2007.
 - 8 Sin embargo, el registro anticipado desaparece de la regulación (aunque se conserva la inscripción de programas de emisión), posiblemente como una forma de desincentivar que se hiciera el registro de valores individuales en esta categoría, con el fin de aprovechar los costos más bajos de tal forma de inscripción.
 - 9 Cfr. Superintendencia Financiera de Colombia, Circular 7 Básica Jurídica, Título IV.
 - 10 Ver Resolución 70 de 2001 de la extinta Sala General de la Superintendencia de Valores, modificatoria de la Resolución 400, en lo relacionado con la estructura y funcionamiento de los fondos de valores y de inversión.
 - 11 Cfr. Decreto 2175 de 2007 Art. 23.
 - 12 Tal es el caso del Decreto 343 de 2007.
 - 13 Ver *Memorando de Entendimiento* entre la Superintendencia Financiera de Colombia y el Autorregulador del Mercado de Valores de diciembre 21 de 2006, disponible en www.superfinanciera.gov.co.
 - 14 Para inscribirse en el RNAMV debe informarse el organismo de autorregulación del cual se es miembro, según lo establece el Decreto 3139 de 2006 Art. 1.1.3.10 numeral 1. Para ser autorizado por el organismo de autorregulación debe cumplirse con lo establecido en el Decreto 1565 de 2006 Arts. 32 y 33.
 - 15 Cfr. Decreto 1565 de 2006 Art. 31.
 - 16 De hecho, las leyes de valores de varios países dan al supervisor una función específica y concreta de protección a los inversionistas. Ver en particular las leyes de valores de España (Ley 24 de 1988 reformada por la Ley 37 de 1998) y Perú (Decreto Legislativo 861 de 1996 y Decreto Supremo 93 de 2002)), y por supuesto las de Estados Unidos (*Securities Act* de 1933 y *Securities and Exchange Act* de 1934), entre otras.
 - 17 Cfr. Ley 510 de 1999 Art. 53.
 - 18 Ver en Blanco (2007) una aproximación al respecto.
 - 19 Aun cuando la Superintendencia de Valores había dejado de tener la función de promoción del mercado desde 2001, su función sí iba dentro de parámetros de desarrollo del mismo, como consta en sus dos últimos planes estratégicos, anteriores a la fusión con la Superintendencia Bancaria.
 - 20 Cfr. Ley 964 de 2005 Artículo 22 en lo relativo a procedimientos para constitución y autorización de entidades, reglas de conducta y obligaciones de entidades y administradores, prevención de actividades delictivas, normas para la toma de posesión, liquidación y otros eventos, reglas de competencia y protección del consumidor, operaciones con socios y administradores, revisión y aprobación de estados financieros, y otros.
 - 21 Esta función pasa a la Dirección de Conductas en la Delegatura de Riesgo de Mercado e Integridad. Cfr. Decreto 4327 de 2005, Art. 33 numeral 4º, y tiene el propósito de detectar “la proliferación de nuevos tipos o modalidades de operaciones, que puedan constituir prácticas o conductas que atenten contra la integridad y transparencia de los mercados”. Resaltado fuera de texto.
 - 22 Al respecto ver la estructura que se dispuso para la Superintendencia de Valores en el Decreto 2739 de 1991.
 - 23 Esto se puede observar en la estructura y funciones de la Superintendencia de Valores según el Decreto 1608 de 2000.
 - 24 Cfr. Ley 964 de 2005 artículo 46.
 - 25 Cfr. Ley 964 de 2005 artículos 26, 27 y 31.
 - 26 Cfr. Decreto 4327 de 2005 art. 61.
 - 27 Mediante Decreto 203 de 2004 se creó en la Superintendencia de Valores la Delegatura de Carteras Colectivas, ‘reemplazando’ a la División de Instituciones de Inversión Colectiva dentro de la Delegatura de Inspección y Vigilancia del Mercado (Decreto 1608 de 2000).
 - 28 Cfr. Decreto 4327 de 2005 Art. 27 Num. 14
 - 29 Cfr. Ley 35 de 1993 artículo 10.
 - 30 Cfr. Ley 964 de 2005 artículo 6º.

ANEXO 1
RECOMENDACIONES PARA LA FUSIÓN
DE LAS SUPERINTENDENCIAS BANCARIA Y DE VALORES

Recomendación	Descripción
Recomendación 1: Revisión de la regulación	Desarrollar la revisión integral de las leyes financieras en paralelo con el proceso de fusión, con el objetivo de proponer una ley que racionalice y consolide el marco legal del sector financiero, identificando aquellas áreas en las que hay conflicto en las normas, y trasladando tanto como sea posible la responsabilidad, de las superintendencias a la industria, entre otros. Se abordaría temas como los organismos autorregulados, las auditorías externas y los sistemas de custodia independientes.
Recomendación 2: Eliminación de arbitrajes regulatorios	Involucrar en lo previsto en la recomendación anterior la identificación de arbitrajes regulatorios, con el fin de eliminarlos.
Recomendación 3: Reformas contables.	Dar la mayor prioridad al establecimiento de los Principios Internacionales de Contabilidad.
Recomendación 4: Desarrollo de la regulación	Desarrollar la regulación en forma coordinada entre la Superintendencia Financiera (que desarrolle en primera instancia los borradores iniciales, dentro de su rol de organismo asesor del Ministerio de Hacienda), y el Ministerio de Hacienda (que concentre los recursos regulatorios en un grupo pequeño de alto nivel, que verifique el cumplimiento del ordenamiento constitucional, así como la consistencia de la regulación con la política general).
Recomendación 5: Industria cubierta por la SFC	Restringir las entidades sujetas a supervisión de la SFC a las establecidas en la ley, pero dar competencia al Ministerio de Hacienda para requerir a otras entidades si este considera que su supervisión va en la vía de garantizar la estabilidad sistémica y la protección del consumidor. Al mismo tiempo, no recomienda que la SFC tenga un mandato explícito de desarrollo del mercado, aun cuando sí considera que, dada la importancia de esta función, debe existir un organismo asesor en el MH que desarrolle al efecto estrategias de largo plazo.
Recomendación 6: Objetivos de la SFC	Establecer funciones consistentes con los principios de regulación prudencial: estabilidad del sistema financiero; seguridad y profundidad de las instituciones financieras; altos estándares en la conducción de entidades financieras; justicia, eficiencia y organización de los mercados financieros; lucha contra el crimen financiero (lavado de activos y financiación de terrorismo).
Recomendación 7: Principios de supervisión	La ley de la SFC debería incluir aspectos como: ejercicio de sus competencias sin interferir innecesariamente en las fuerzas del mercado; actuar de manera transparente y dentro de principios de rendición de cuentas; actuar en forma justa y equitativa; manejar sus asuntos de manera costo - efectiva, entre otras.
Recomendación 8: Naturaleza legal de la SFC	Constituir la SFC como una autoridad estatutaria que derive sus competencias de la ley. Se sugiere seguir el modelo de FOGAFIN.

Recomendación	Descripción
Recomendación 9: Cuerpo directivo de la SFC	Establecer en la dirección de la SFC un cuerpo no ejecutivo, definido por el Presidente de la República, para supervisar al superintendente. Este cuerpo directivo incluiría miembros del Ministro de Hacienda, el Banco de la República y FOGAFIN, e igualmente a miembros independientes (uno de ellos sería designado como presidente de este cuerpo directivo por el Presidente de la República), y sería responsable de la aprobación del presupuesto y de hacer seguimiento al desempeño de la SFC.
Recomendación 10: Designación y dimisión de los miembros del cuerpo directivo de la SFC	Establecer en la ley los criterios para la designación y dimisión, entre ellos los siguientes: especificación de calificaciones; establecimiento de término fijo para la designación (por ejemplo 5 años); especificación de las condiciones de exclusión (por ejemplo quiebra o incapacidad mental, entre otros); especificación de los términos en que el presidente puede permitir la renuncia del Superintendente o de los miembros del cuerpo directivo.
Recomendación 11: Compensación legal	Establecer en la ley una compensación a los miembros del cuerpo ejecutivo de la SFC, y que se permita la contratación de un seguro para el Superintendente para cubrir gastos legales de procesos en su contra. En ambos casos a menos que se establezca que actuaron de mala fe (in bad faith).
Recomendación 12: Resolución de potenciales conflictos de interés con el Gobierno	Incluir en la ley una cláusula que indique que el Presidente puede dirigir la SFC en asuntos de interés nacional; que esa dirección debería abarcar asuntos de interés general y no dirigirse a instituciones individuales; y que cualquiera de estas decisiones debe ser avalada por el Congreso.
Recomendación 13: Asuntos de gobierno de la SFC	Incluir las siguientes previsiones en la ley: la SFC debería cumplir los más altos estándares de gobierno; el cuerpo directivo puede establecer subcomités a su interno si lo considera apropiado; establecer mecanismos de resolución de conflictos; establecer procedimientos de seguimiento del cumplimiento de la ley por parte del Superintendente; establecer misión, visión, estatuto de valores y código de conducta; el cuerpo directivo debería conducir revisiones periódicas del desempeño de la entidad; entre otros.
Recomendación 14: Rendición de cuentas	Incluir las siguientes previsiones en la ley: la SFC debería reportar al Vice Ministro de Hacienda; proveer un reporte anual al Congreso a través del MH que incluya una revisión de las actividades y su confrontación con la ley, y el cumplimiento de los estándares internacionales de contabilidad; establecer una reunión anual con la industria para explicar el presupuesto y actividades; la publicación para comentarios de los proyectos de regulación por un término no inferior a 90 días; entre otros.
Recomendación 15: Competencias de la SFC	Incluir dentro de las competencias de la SFC la supervisión consolidada de conglomerados.
Recomendación 16: Escala salarial	Establecer una escala de salarios apropiada para las necesidades de la SFC.

Recomendación	Descripción
Recomendación 17: Fondeo de la SFC	Establecer en la ley el cobro a las entidades financieras de tarifas por servicios específicos, diferenciadas por grupos. Esto con el objetivo de facilitar la integración de las dos superintendencias; asegurar que la estructura e iniciativas establecidas en la supervisión del mercado de valores no se pierdan en la fusión con la entidad más grande; eliminar la duplicación y arbitrajes en la estructura; identificar las funciones comunes que puedan combinarse; romper los silos que se han formado en la Superintendencia Bancaria; y hacer mejor uso de los recursos especializados.
Recomendación 18: Estructura interna de la SFC	Adoptar para la SFC una estructura que divida la agencia en Divisiones de conductas de mercado, supervisión prudencial y operaciones.
Recomendación 19: Transición a la nueva estructura	Definir etapas para la unificación con miras a remover arbitrajes, como prioridad, pero desarrollando otras actividades a paso mesurado por varios años. La unificación debe planearse para minimizar interrupciones en el proceso de supervisión, de manera que no se inicie una nueva etapa sin haber finiquitado la anterior.
Recomendación 20: Rotación del cuerpo directivo	Adoptar una política de rotación activa del cuerpo directivo para fortalecer la formación de redes y desincentivar la formación de silos al interior de la superintendencia.
Recomendación 21: Educación	Continuar la política de entrenamiento y capacitación de los funcionarios de supervisión, apoyándose de ser posible en experiencias de otras agencias de supervisión.
Recomendación 22: Coordinación con FOGAFIN	Incluir en la ley de la SFC un requerimiento de coordinación con FOGAFIN, de manera que tan pronto como una entidad sea transferida al Departamento de Investigaciones (enforcement), FOGAFIN tenga acceso a los archivos, anticipando la resolución de problemas de dicha entidad.

FUENTE: CARMICHAEL, Jeffrey, Colombia: Creation of a Unified Supervisory Agency for the Financial Sector, Final Report (draft) Bogota, D.C., 2004.

ANEXO 2
COMPARATIVO NORMAS CARTERAS COLECTIVAS - ALGUNOS ASPECTOS RELEVANTES

Aspecto regulado	Carteras colectivas (1) Decreto 2175 de 2007	Fondos de valores y de inversión resolución 400	Fondos fiduciarios Eosf y circ. 7 Bás. Jur.
Administración por experto prudente	Establece al administrador la obligación de actuación de manera profesional, "con la diligencia exigible a un experto prudente y diligente". Artículo 2°.	Se conserva lo estipulado en la Resolución 400 respecto de la obligación de actuar como "gestora profesional" en la administración e inversión de los recursos "como lo haría un experto prudente, obrando con la diligencia, la habilidad y el cuidado razonables" que merece el manejo de recursos del público. Artículo 2.4.6.1.	Para las sociedades fiduciarias no existía tal clase de obligación específica. Sin embargo, se podría eventualmente aplicar lo concerniente a los deberes del fiduciario establecidas en el art. 1234 del Código de Comercio.
Administración según la política de inversión del fondo	Igualmente, el decreto establece que el manejo se debe desarrollar "de conformidad con la política de inversión de cada cartera colectiva". Artículo 2°. Así, en el Título II del Decreto se especifica que esta política debe estar definida de manera previa y clara en el reglamento y en el prospecto, de manera que sea comprensible para el público, artículo 21 y el contenido está contemplado en el artículo 22.	La definición de la política de inversión y el perfil de riesgo del fondo eran intrínsecos a la constitución de los fondos, esto es, estaban contenidos en el prospecto y debían ser informados por el administrador. Artículos 2.4.2.2. Parágrafo 1; 2.4.2.3 numeral 2 y 10; 2.4.4.3 Parágrafo 1°; y Capítulo V del Título IV Política de inversión, composición del portafolio, etc. Artículos 2.4.6.1 y 2.4.6.2, entre otros.	No se disponía la administración de los fondos de las fiduciarias según una política de inversión, pero sí se establecían limitaciones a la constitución del portafolio. Ver artículo 156 del EOSF sobre Operaciones prohibidas, en particular el literal n), y art. 157 Límites a los fondos comunes ordinarios, numeral 1 Inversiones de alta liquidez y numeral 2 Concentraciones de la cartera de inversión.
Mejor ejecución de la administración de la cartera colectiva	La sociedad administradora deberá gestionar las carteras colectivas "en las mejores condiciones posibles para los adherentes", teniendo en cuenta las características de las operaciones, la situación del mercado, los costos, la oportunidad de mejorar el precio y demás factores relevantes. Artículo 7°.	Entre las obligaciones con los inversionistas estaba la de prestar la asesoría necesaria para la "mejor ejecución del encargo", artículo 2.2.9.4. Además, se establecía entre las obligaciones al administrador la de propender porque los suscriptores recibieran los mayores beneficios posibles, así como debían consagrar su actividad a favor de los intereses de los suscriptores, artículo 2.4.6.1.	No existía una obligación equivalente, se podría aplicar las obligaciones generales de las fiduciarias establecidas en el Código de Comercio.

Aspecto regulado	Carteras colectivas (1) Decreto 2175 de 2007	Fondos de valores y de inversión resolución 400	Fondos fiduciarios Eosf y circ. 7 Bás. Jur.
Definición de política de inversión	Se establece la obligación de definir la política de inversión de la cartera colectiva de manera previa y clara. Esta debe estar contenida en el reglamento y en el prospecto. Artículo 21.	El prospecto debía contener en forma completa y detallada la totalidad de la información relevante para los inversionistas, incluso la política de inversión y el perfil de riesgo del respectivo fondo. Artículo 2.4.2.3.	El artículo 151 del EOSF establecía en su numeral 2º que existía consensualidad del contrato del fondo común ordinario, y se exigía constancia de la adhesión del fiduciante al reglamento del fondo, aprobado por la Superintendencia.
Revelación de información	Se establece una obligación de transparencia a los administradores y se establecen características de veracidad, imparcialidad, oportunidad, completitud, exactitud, pertinencia y utilidad a la información. Igualmente, establece un principio de rendición de cuentas ya que se debe mantener informados a los inversionistas sobre todos los aspectos inherentes a la cartera colectiva, por lo menos a través de los siguientes mecanismos: 1. Reglamento; 2. Prospecto; 3. Ficha técnica; 4. Extracto de cuenta; e 5. Informe de rendición de cuentas, artículo 39. Además, se exige la disposición de un sitio web y de informes escritos, artículo 40. Se establece también la entrega de un extracto de cuenta según lo previsto en el reglamento, según periodicidad establecida por la Superintendencia, artículo 46.	El Capítulo II del Título IV establecía las obligaciones de información y revelación, bajo los principios de transparencia y rendición de cuentas. En particular, se establecía la obligación de suministrar la "información necesaria para el adecuado entendimiento, por parte del inversionista de la naturaleza de la sociedad administradora y de la inversión en el fondo, así como del riesgo y de los costos y gastos" en que se incurriera por parte del administrador. Esta información debería estar contenida, en el prospecto, el contrato de suscripción, los reportes periódicos de las operaciones del fondo, el informe del comité de análisis de inversiones (incluyendo hojas de vida), el informe del riesgo de mercado y toda información relativa al fondo, artículo 2.4.2.1. Igualmente, se debe disponer de una página de Internet y de impresos, artículo 2.4.2.2. La norma establecía que se debería entregar por lo menos un extracto trimestral, artículo 2.4.6.11.	La única obligación de información que se encuentra es la general, relativa a la gestión de la fiduciaria, de rendir cuentas comprobadas de su gestión al beneficiario cada seis meses. Art. 1234 del Código de Comercio, numeral 8. Esta se reitera en el EOSF artículo 155 literal e) relativo a obligaciones con el fondo común ordinario.

Aspecto regulado	Carteras colectivas (1) Decreto 2175 de 2007	Fondos de valores y de inversión resolución 400	Fondos fiduciarios Eosf y circ. 7 Bás. Jur.
Manejo de conflictos de interés	Determina la obligación a los administradores de incluir en su gobierno corporativo las políticas y mecanismos para "prevenir y administrar los posibles conflictos de interés" a los que pudieran verse abocados, según lo establecido en el decreto, artículo 5°. Las prohibiciones y conflictos de interés están especificados en el Título IX, artículos 66 y 67.	Una de las obligaciones establecidas al comité de vigilancia del respectivo fondo era "velar porque no (existieran) conflictos de interés", artículo 2.4.4.9 numeral 7. Tal obligación también era para el comité de análisis de inversiones, artículo 2.4.6.4. La sociedad administradora debía adoptar las medidas necesarias para un manejo independiente de los fondos y un manejo adecuado de la información para evitar conflictos de interés y uso indebido de información privilegiada, disponiendo manuales al efecto, artículo 2.4.6.1.	Según lo establece el EOSF, los funcionarios de las sociedades fiduciarias con acceso a información privilegiada deben abstenerse de realizar cualquier operación que de lugar a conflicto de interés entre el fiduciario y el fideicomitente o los beneficiarios. Los mismos son calificados por la Superintendencia, artículo 146 numeral 9.
Órganos de administración	Se establece en el Título VII el alcance de las obligaciones del administrador, la junta directiva y el gerente, así como sus calidades personales y funciones, artículos 50 a 56. Igualmente, la necesidad de disponer de un comité de inversiones, artículo 56. En cuanto a la asamblea de inversionistas, sus funciones, son: 1. Designar, cuando lo considere conveniente, un auditor externo para la cartera colectiva; 2. Disponer que la administración de la cartera colectiva se entregue a otra sociedad legalmente autorizada para el efecto;	Se establecían funciones para la asamblea de suscriptores (designación de auditor, aprobar modificaciones al contrato de suscripción de derechos, aprobar las cuentas, entre otras), artículo 2.4.4.3; a la administradora, artículo 2.4.6.1; al comité de análisis de inversiones, artículo 2.4.6.4.	Las obligaciones especiales del fiduciario en relación con el fondo común ordinario están establecidas en el artículo 155 del EOSF. Igualmente, están los deberes indelegables del fiduciario establecidos en el Código de Comercio.

Aspecto regulado	Carteras colectivas (1) Decreto 2175 de 2007	Fondos de valores y de inversión resolución 400	Fondos fiduciarios Eosf y circ. 7 Bás. Jur.
Órganos de administración	3. Decretar la liquidación de la misma y, cuando sea del caso, designar el liquidador; 4. Aprobar o improbar el proyecto de fusión de la cartera colectiva; 5. Las demás expresamente asignadas por el presente decreto.		

(1) Incluye a los fondos de valores, de inversión y fiduciarios. Excluye a los fondos de pensiones obligatorios y voluntarios y a los fondos de cesantía.

ANEXO 3
COMPETENCIAS DE LA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA - ASPECTOS DE REGULACIÓN PRUDENCIAL

Participante	Competencias superintendencia
Intermediarios del mercado	Artículo 44. Funciones Comunes de los Superintendentes Delegados para Supervisión Institucional , entre los que se encuentra el Superintendente Delegado para Intermediarios de Valores y otros Agentes :
	1. Práctica de visitas.
	2. Ordenar investigaciones administrativas, práctica de pruebas, traslados a los interesados y adoptar decisiones y sanciones.
	3. Emitir órdenes para que las entidades vigiladas suspendan prácticas ilegales, no autorizadas o inseguras, y para que se adopten las correspondientes medidas correctivas y de saneamiento.
	4. Ordenar la constitución de provisiones o de reservas.
	5. Proponer al Delegado Adjunto para Supervisión Institucional la adopción institutos de salvamento o la toma de posesión.
	6. Proponer al Delegado Adjunto para Supervisión Institucional, la adopción de cualquiera de las medidas preventivas previstas la Ley 964 de 2005, así como la adopción de medidas cautelares previstas para los casos de ejercicio ilegal de actividades.
	7. Adoptar medidas cautelares previstas en la Ley 964 de 2005.
	8. Recomendar al Delegado Adjunto para Supervisión Institucional el diseño y/o ajuste de las metodologías de supervisión o de la normatividad, así como el diseño de los instrumentos que permitan a las entidades administrar y controlar sus riesgos.
	9. Tramitar las solicitudes presentadas por las entidades vigiladas, en especial las de constitución, escisión, fusión, adquisición, conversión, transformación, cesión de activos, pasivos y contratos y establecimiento en el país de representantes u oficinas de representación de instituciones financieras y de reaseguradores del exterior.
	10. Supervisar, dentro del ámbito de su competencia, el cumplimiento de las funciones del revisor fiscal.
	11. Supervisar prudencialmente la condición financiera de las entidades y el cumplimiento del patrimonio, margen de solvencia, capital mínimo, límites de concentración de riesgo y demás controles de ley, según corresponda y adoptar las medidas a que haya lugar.
	12. Autorizar reglamentos de emisión y suscripción de acciones, inversiones de capital o en activos fijos, según corresponda; apertura, traslado y cierre de oficinas; programas publicitarios; promoción de servicios mediante incentivos cuando fuere pertinente; horarios mínimos de atención al público y sus excepciones y liquidación voluntaria de entidades vigiladas.
13. Supervisar el cumplimiento de la normatividad cambiaria impartida por la Junta Directiva del Banco de la República, diferente al riesgo cambiario.	

Participante	Competencias superintendencia
Intermediarios del mercado	14. Evaluar y someter a consideración del Superintendente las negociaciones de acciones de entidades vigiladas.
	15. Velar por que las entidades vigiladas, sus administradores, directores, representantes legales y funcionarios no utilicen recursos del público para adquirir el control de otras sociedades o asociaciones sin autorización legal, o faciliten o promuevan prácticas conducentes a la evasión fiscal.
	16. Supervisar el cumplimiento de las normas contables, elaboración, difusión y revelación de estados financieros y demás informaciones de carácter contable que las entidades deban suministrar.
	17. Velar por el cumplimiento de las normas sobre protección al consumidor.
	18. Vigilar dentro de su competencia los procesos de titularización en que participen las entidades vigiladas.
	19. Emitir concepto sobre las solicitudes de posesión de los funcionarios de las entidades vigiladas.
	22. Adoptar las medidas administrativas necesarias para el cumplimiento de sus funciones.
	Artículo 56. Delegado para Intermediarios de Valores y Otros Agentes.
	1. Hacer seguimiento a la condición financiera de las entidades y verificar el cumplimiento de patrimonio, margen de solvencia, capital mínimo, límites de concentración de riesgo y controles de ley.
	3. Autorizar a los comisionistas de bolsa, comisionistas independientes de valores, comisionistas de la bolsa agropecuaria y de otros activos financieros, a intermediar en la colocación de títulos garantizando la totalidad o parte de la misma o adquiriendo dichos valores por cuenta propia.
4. Velar por el cumplimiento de las normas contables, elaboración, difusión y revelación de estados financieros y demás informaciones de carácter contable que las entidades deban suministrar.	
Portafolios de inversión colectiva	Art. 61 Funciones del Superintendente Delegado para Emisores, Portafolios de Inversión y Otros Agentes, respecto de los portafolios de inversión.
	1. Autorizar la creación de fondos y sus programas publicitarios.
	3. Impartir autorizaciones a las tarifas y comisiones.
	6. Supervisar el cumplimiento de las normas contables y la elaboración y difusión de los estados financieros.
	7. Participar en la revisión de los estados financieros de las comisionistas de bolsa y fiduciarias, y ordenar correcciones.
8. Adelantar trámites de liquidación de fondos y administradoras.	

Participante	Competencias superintendencia
Portafolios de inversión colectiva	9. Proponer al Delegado Adjunto para Supervisión Institucional medidas de sanción por la práctica ilegal de la actividad.
	11. Emitir concepto para el Supervisor Institucional respecto de los trámites de fusión, escisión, conversión, cesión de activos, pasivos y contratos y reducción de capital con reembolso efectivo de aportes.
	12. Tramitar constituciones, fusiones, escisiones, conversiones, adquisiciones de fondos colectivos.
	13. Autorizar reducciones de capital.
	15. Autorizar la apertura y cierre de los fondos de inversión extranjera, de conformidad con el Estatuto de Inversión Extranjera.
	16. Autorizar los estatutos y actas orgánicas de los fondos mutuos de inversión.
	18. Ordenar investigaciones administrativas y traslado de informes de visita y adoptar decisiones.

FUENTE: Decreto 4327 de 2005

