

El nuevo esquema de control del mercado financiero –la Superintendencia Financiera de Colombia–

Comentarios desde lo económico¹

CONSTANZA BLANCO BARÓN

RESUMEN

El presente documento expone un comentario desde lo económico, respecto al nuevo esquema de control del sistema financiero en Colombia, que quedó en cabeza de la Superintendencia Financiera desde el pasado mes de enero de 2006.

Una evaluación desde esta disciplina obliga a realizar planteamientos respecto de la eficiencia de una decisión como esta, analizando los beneficios que se podrían esperar de dicha integración de la supervisión, lo que se debería comparar con los costos que implicaría dicho proceso. Esto en términos de los objetivos de desarrollo del sector financiero en general, así como respecto de sus dos componentes, el segmento bancario o intermediado y el componente de instrumentos o desintermediado.

Antes de entrar en el tema, hay tres aspectos que no serán discutidos en esta presentación, y que por lo tanto se dan como hechos: en primer término, los relativos a la intervención del Estado en el mercado financiero, ordenada en la Constitución de 1991³; en segundo lugar, la incidencia del desarrollo del mercado financiero en su

sentido amplio en el desarrollo económico, ampliamente sustentada en la literatura económica, y en tercer término, la forma como se emprendió la unificación de la supervisión mediante la creación de la Superintendencia Financiera de Colombia⁴.

Así las cosas, la propuesta que se presenta es la utilización de herramientas del Análisis Económico del Derecho, en las que se puede encontrar una posibilidad de examen de la relación estrecha de carácter institucional entre el derecho y la economía. Con este enfoque, los estudios de los fenómenos sociales pueden ser analizados desde las instituciones jurídico - económicas organizadas en el sentido de North, entendidas como reglas de juego formales e informales que gobiernan las actividades, y que reducen la incertidumbre estableciendo estructuras estables de la interacción humana (NÚÑEZ, 2000: 97). Estas reglas de juego están dirigidas a obtener objetivos concretos, por lo que en el concepto se incluye la provisión de los recursos necesarios para su implantación, el seguimiento y verificación de la misma y las sanciones por su incumplimiento, o en otras palabras, el *enforcement* de dichas instituciones.

Como se colige de lo anterior, el bien, o más bien servicio, sujeto a transacción en este esquema es la supervisión. Al respecto, la integración de la supervisión se habría justificado, siguiendo un criterio de KALDOR - HICKS (NÚÑEZ, 2000: 114), en tanto generaría ganancias en el proceso de supervisión del sistema financiero bancario, mayores que la pérdida de valor que se presentaría en el caso del mercado de valores. Esto suponiendo que se priorizaría en la supervisión aquella de carácter prudencial, dirigida a salvaguardar la solvencia de las entidades frente a los riesgos de sus actividades, dejando en segundo plano, sin desconocerlos por supuesto, los objetivos de desarrollo del mercado. Esto es lo que en otras palabras se ha dado en llamar la *'bancarización'* de la regulación y supervisión del mercado de valores.

De esta forma, el propósito de este trabajo es plantear una metodología de análisis para la evaluación del nuevo marco institucional, desde el punto de vista de la reducción de los costos de transacción en la supervisión del mercado financiero, que llevarían eventualmente a mejorar la capacidad del sistema financiero de contribuir con el desarrollo económico. La supervisión se entenderá en su sentido amplio, esto es la que cubre tanto el desempeño de las entidades, como el monitoreo del cumplimiento de la regulación (BRIAULT, 1999: 6)

Así, partiendo del concepto de costos de transacción se planteará la justificación que se da en la teoría a la integración de las actividades económicas, analizando si es posible encontrar dicha justificación en el proceso que dio lugar a creación de la Superintendencia Financiera de Colombia. Seguidamente se hará una propuesta de metodología que permitiría verificar los efectos

económicos que se podrían prever de dicha integración, en términos de la eficiencia del 'nuevo' supervisor y su eficacia en el cumplimiento de objetivos, para finalmente plantear algunas conclusiones.

Palabras clave: supervisión, mercado financiero, costos de transacción, eficacia

I. LOS COSTOS DE TRANSACCIÓN Y LAS INSTITUCIONES

Haciendo una somera revisión de la literatura sobre el tema, podemos definir costos de transacción como "los costos implícitos en el ordenamiento de la actividad económica mediante el intercambio voluntario" (POSNER, 1998: 371), o como los resultantes de fricciones en el buen funcionamiento del sistema económico, o lo que es lo mismo, en los términos de ARROW, "el costo del funcionamiento de un sistema económico". También los costos de transacción, pueden entenderse como "los necesarios para ordenar o crear y operar las instituciones y garantizar la obediencia de las reglas" (VALENCIA, 2005).

Es claro que el objetivo de este buen funcionamiento del sistema económico es tener ganancias en la generación de valor y en la distribución de la riqueza, o en otras palabras, lograr el desarrollo (E. TABOADA, 2003). Es claro también que un instrumento clave del desarrollo es la profundización del sistema financiero, requiriéndose un equilibrio en la provisión de recursos por parte de los dos segmentos del mercado de capitales, el intermediado o bancario y el desintermediado o de instrumentos, o cuando menos que el mercado de valores sea un canal complementario a la financiación bancaria (CARRASQUILLA, 2004: 1).

En términos generales, para WILLIAMSON

(1985), en ausencia de costos de transacción no se requeriría de instituciones. Esta cuestión es primordial en el diseño e implantación de un marco institucional adecuado para el desarrollo del sector financiero como un todo. Como se dijo, las instituciones se pueden entender como las reglas de juego en una sociedad, entendidas también como las limitaciones que el hombre ha ideado que dan forma a la interacción entre los individuos, reglas formales e informales establecidas en la organización social (NORTH, 1990: 14). Igualmente, para RAMÍREZ (2004, 37), en un equilibrio competitivo, que es un punto de eficiencia de Pareto, no sería necesaria la intervención del gobierno, salvo por consideraciones de equidad.

Al contrario, se requeriría de tales instituciones cuando sean necesarias para corregir fallas de mercado o asimetrías de información, siempre y cuando el costo de la intervención no supere el costo de dichas fallas (RAMÍREZ, 2004: 56 - 57), que se presentan en un contexto de oportunismo, incertidumbre y racionalidad limitada⁵ (WILLIAMSON, 1991: 21-23) Es de anotar que el riesgo de oportunismo sería bajo en tanto “se logren relaciones competitivas ... (o) de intercambio” (WILLIAMSON, 1991: 26), y en suma, siguiendo a COASE (1988), las instituciones tendrían justificación en tanto se minimizan los costos de transacción.

La minimización de los costos de una actividad pasa por tres aspectos (WILLIAMSON, 1999): la disminución de la incertidumbre, una menor frecuencia en la aplicación de la actividad y una simplificación de los procesos. En el caso que nos ocupa, el de la institución *supervisión*, esto implicaría, entre otras cosas, claridad en las reglas de juego y eliminación de arbitrajes, el paso probablemente de una supervisión restrictiva a una

preventiva y una menor complejidad – o mayor estandarización - en la aplicación de los procedimientos de control a las actividades financieras.

Los costos de transacción pueden ser *ex - ante* o *ex - post* (WILLIAMSON, 1985: 30 – 32) Los costos *ex - ante* corresponden a “la redacción, negociación y salvaguarda de un acuerdo”, para nuestro caso específico los gastos en los que tendría que haberse incurrido para preparar a la nueva entidad de supervisión del mercado financiero con miras a la mayor eficiencia en el cumplimiento de sus objetivos. Por su parte, los costos *ex - post* corresponden a una “mala adaptación” de las condiciones del convenio, a los necesarios para corregir dichas “malas alineaciones”, a los costos necesarios para resolver disputas resultantes y a los costos de aseguramiento de los compromisos, en otras palabras, a los costos que implicaría que del seguimiento que se haga al proceso de integración de la supervisión se requiera realizar ajustes y modificaciones a la estructura, funcionamiento y aun competencias de la nueva entidad, a fin de propiciar el alcance de los objetivos propuestos. La teoría indica una relación inversa entre los dos tipos de costos: lo que no se previó en el diseño podría implicar mayores costos de ajuste con posterioridad a la implementación del mismo.

Además, no hay que olvidar que si bien la integración de los procesos económicos tiene por propósito lograr una disminución en los costos de transacción, también pueden buscar propósitos estratégicos (WILLIAMSON, 93 - 94) En este caso podría examinarse el objetivo final de la integración, en términos del control del riesgo de las actividades financieras, con miras a prevenir eventuales crisis financieras, pero también en cumplimiento de los propósitos de disminución del tamaño del Estado.

En el contexto anterior, la existencia de un marco institucional adecuado podría entenderse como aquel que elimina, o por lo menos minimiza, los costos de transacción en las actividades económicas de financiamiento de proyectos productivos. En el caso del mercado de valores en particular, si se atiende a lo establecido en la Ley 964 de 2005 Marco del Mercado, el objetivo claramente debería ser la generación de mecanismos adecuados que permitan llegar al objetivo de dotación a la economía de un canal complementario al bancario en el financiamiento de las empresas (CARRASQUILLA, 2004: 1), al paso que se hace posible que los inversionistas encuentren la rentabilidad esperada de sus portafolios, todo ello en cumplimiento de los principios de IOSCO de protección de los inversionistas, disciplina del mercado y control del riesgo sistémico.

Parte importante del nuevo marco institucional del sistema financiero es la integración de la supervisión de los dos segmentos del mercado de capitales, en la Superintendencia Financiera de Colombia, que entró en vigencia en enero de 2006. Así las cosas, para contestar a la pregunta de si el balance beneficio / costo de la integración de la supervisión es positivo, en términos de disminuir los costos de transacción, se deberían evaluar cuando menos los siguientes aspectos:

A. Preguntas relacionadas con la eficiencia del supervisor:

1. ¿La integración de la supervisión tendrá efectos de menos 'burocratización' y mejores resultados en la ejecución de la función pública?
2. ¿La unificación de la supervisión sig-

nificará menos trámites para los agentes del mercado?

3. ¿Cómo consecuencia de lo anterior, la unificación de la supervisión disminuirá el costo de participar en el mercado financiero en términos de tarifas pagadas por la supervisión?

B. Preguntas relacionadas con la eficiencia y eficacia del mercado financiero:

4. ¿La integración de la supervisión representará mejoras en los estándares de solvencia y liquidez de las entidades financieras bancarias?

5. ¿La superintendencia integrada repercutirá en la profundización del sistema financiero como un todo?

6. ¿La integración de la supervisión implicará mejoras en la protección de los consumidores financieros y de los inversionistas en el mercado de valores?

7. ¿Será posible con este nuevo marco institucional cumplir con los objetivos de desarrollar canales de financiación complementarios al crédito bancario?

C. Preguntas relacionadas con el logro de generación de valor en la economía:

8. ¿La integración de la supervisión eliminará el arbitraje regulatorio y los conflictos de interés existentes en algunas actividades relevantes?

9. ¿El nuevo marco institucional generará seguridad jurídica a los agentes con miras a incrementar la inversión, que es la fuente de acumulación?

10. ¿La unificación de la supervisión significará aumentos en los estándares de protección del mercado de valores?

En esta presentación se va a enfatizar

en el primer grupo de preguntas, es decir, en lo relativo a la eficiencia del nuevo supervisor.

II. LA EFICIENCIA DEL SUPERVISOR INTEGRADO

Es claro que el objetivo de la integración de la supervisión del mercado financiero no fue directamente la búsqueda de la eficiencia en el cumplimiento de sus funciones de generación de ahorro y de su transferencia a la inversión. En su origen podemos encontrar razones de tipo político (la reorganización del Estado dentro de los planteamientos de un Estado comunitario) y aun económicas (la disminución de los costos de la intervención del estado), que se manifestaron en la utilización de las competencias dadas al Presidente para la reorganización del Estado.

Al respecto, lo que plantea la teoría es que el Estado debería intervenir cuando los costos de tal intervención (pérdida de libertad, menor eficiencia económica, costos de las burocracias, administración de los recursos asignados en el presupuesto) son menores que los costos de las fallas de mercado que se pretende corregir (información asimétrica con sus efectos de selección adversa o riesgo moral, realización de conductas contra el mercado, de abuso de clientes o anticompetitivas)

En ese contexto, la supervisión de los mercados financieros se entendería como un bien, o mejor un servicio, que puede ser valorado, tanto por los beneficios que se obtienen al existir supervisión, como por lo que cuesta a las entidades vigiladas y controladas y a quienes desarrollan actividades relevantes del mercado de valores el sostenimiento del órgano de supervisión.

A. Un análisis beneficio / costo de la supervisión del mercado financiero

Un análisis de un posible balance del proceso de integración debería partir así de definir la forma de cuantificar tanto los beneficios como los costos del mismo. Respecto de los beneficios, se parte de la base de que la intervención del Estado es conveniente por la confianza (o menor incertidumbre) que se generaría en los agentes económicos al contar con un mercado que actúa en condiciones de competencia abierta, lo que repercutiría en mayores volúmenes de ahorro dirigidos al financiamiento de proyectos de inversión.

La cuantificación de estos beneficios dependerá de los resultados positivos que se obtengan del ejercicio de las funciones de supervisión asignadas a la entidad integrada, en términos por ejemplo de disciplina del mercado, cumplimiento de las reglas, y en últimas, de un impacto positivo en la función económica de cada una de las entidades supervisadas, o en otras palabras, del alcance de niveles de eficiencia en la función pública.

Por el contrario, el costo de no contar con intervención estatal podría verse reflejado en el precio que se pagaría por las fallas de mercado que no son corregidas, caso en el cual los agentes actuarían con oportunismo, buscando la maximización de su propio beneficio, en el desarrollo de conductas racionales que persiguen la maximización de sus retornos individuales. Los costos de la intervención pueden definirse así en términos de los recursos que son necesarios para el cobro de las contribuciones y la asignación y presupuestación de las mismas en los gastos del Estado, en este caso de la misma Superintendencia Financiera, necesarios

para el cumplimiento de las funciones asignadas. Dentro de tales gastos habrá que considerar los relativos a la obtención y proceso de la información para realizar dicho cobro y para administrar los respectivos recursos (RAMÍREZ, 2004: 55-56)

Ahora bien, el costo social de la supervisión de los mercados financieros dependerá del tipo de supervisión que se adopte, esto es, si es preventiva o restrictiva, y esto a su vez del estadio de desarrollo del sistema financiero en su sentido amplio.

Así, en una sociedad con bajos índices de capital social, o lo que se podría denominar "baja conciencia social" (MATARRITA, *et al* 2004:38-41), uno de cuyas manifestaciones podría ser *bajos niveles de disciplina del mercado*, seguramente vamos a encontrar un mercado que actúa con movimientos pendulares o si se quiere cíclicos, que irían de la evasión de las normas a un mayor énfasis en el carácter restrictivo de la regulación, para volver a una situación de evasión. En este contexto, la supervisión tiene un perfil restrictivo y fiscalizador de las conductas, con un mayor costo de la supervisión, ya que el supervisor se hace cargo, de las labores propias de fiscalizador *ex - post* de cada uno de los segmentos del mercado

En este estadio estos costos podrían incrementarse si se considera que, además de las labores de supervisión, se realiza la promoción del mercado (MATARRITA, 2004), labor que será abandonada para que la retomen los agentes del mercado, en algunos casos en forma espontánea, o cuando se considere que el mercado ya está maduro para hacerlo por sí mismo. Estas labores de promoción irían, en el caso del mercado de valores, en el sentido de impulsar el desarrollo de nuevos instrumentos financieros, educar a los inversionistas o promover foros

de negociación para pequeñas y medianas empresas, entre otras⁶.

Ahora bien, si el objetivo es lograr un mayor capital social en términos por ejemplo de *disciplina de mercado*, lo ideal sería que este mercado fuera capaz de pasar del estadio de "baja conciencia social" a una flexibilización de la regulación, y a una supervisión de carácter ya no restrictivo sino preventivo. Esto se haría pasando por una etapa de "*catching up*", literalmente *ponerse al día* aprendiendo de la experiencia ajena. Sin embargo, lo más frecuente es que para llegar a este estadio haya que pasar por una etapa intermedia de crisis, costosa para la sociedad pero que genera la "conciencia social" que se persigue (MATARRITA, 2004) En este estadio se tendría menores costos de la supervisión, dado que, además de tener esta un carácter ya no restrictivo sino preventivo, se cuenta con un claro fortalecimiento de la autorregulación a la que se traslada parte de los costos. En este caso, también es cierto que se debe determinar con absoluto rigor hasta dónde llega, tanto la supervisión estatal como la autorregulación, a fin de evitar la duplicación de recursos utilizados por la sociedad en esta labor.

La pregunta es, en qué estadio estaba el mercado financiero colombiano en el momento en que se hizo la integración de la supervisión. En general, para el segmento intermediado del mercado de valores podríamos localizar a Colombia, junto con otros países latinoamericanos como Perú, dentro de aquellos con profundidad mediana en términos de tamaño y madurez mediana en lo que hace a "conciencia social" (MATARRITA, 2004: 40) Por su parte, el segmento desintermediado del mercado de capitales presentaría comparativamente un menor nivel de desarrollo y profundidad si

se le compara con otros mercados, de manera que un indicador como la capitalización bursátil como porcentaje del PIB muestra una de las relaciones más bajas de la región latinoamericana, al paso que Colombia registra un volumen ínfimo en las transacciones mundiales (FEDESARROLLO, 2005); e igualmente, Colombia ocupó el lugar 22 entre 27 mercados emergentes, en cuanto a variables como estabilidad política, protección a los inversionistas y estándares del mercado, entre otros, en estudio hecho por el fondo de pensiones más grande de los Estados Unidos (CARRASQUILLA, 2004: 4)

Lo anterior podría indicar que, mientras que la estructura de costos de la supervisión del segmento intermediado del mercado financiero debería ir en un proceso de reducción de costos, todavía se hubiera podido esperar hipotéticamente, de la del mercado de valores, un nivel alto de los mismos, dado su bajo nivel de desarrollo. Sin embargo, esto no es lo que se observa en los presupuestos de gastos de las dos entidades supervisoras, como se verá más adelante.

Adicionalmente, lo anterior debería haber hecho obligatorio en el diseño institucional el respeto por las particularidades de los dos segmentos del mercado, esto es, el financiero o bancario y el mercado de valores.

B. El diseño institucional para el supervisor integrado

Veamos entonces las condiciones en las que se hizo la unificación del supervisor en un solo ente. En primer término, la fusión de las superintendencias tuvo tres propósitos: uno, contar con herramientas para supervisar a los conglomerados financieros, dos, eliminar los arbitrajes regulatorios, y tres,

reorientar la supervisión hacia la evaluación de los riesgos de las actividades desarrolladas en el mercado financiero (CARMICHAEL, 2004: 43). En segundo lugar, estaba la reciente expedición de la Ley 964 de 2005 Marco del Mercado de Valores, que planteaba objetivos concretos de desarrollo del mercado de valores, cumplimiento de los principios propuestos a los reguladores por IOSCO, y ‘liberación’ del mercado de la predominancia de la regulación financiera.

Un balance inicial de la situación parecería indicar que en la integración de la supervisión se puede encontrar uno de los criterios propuestos por WILLIAMSON (1991: 93-95), quien plantea que un proceso de integración de las actividades económicas se realiza, entre otros casos, cuando los avances tecnológicos llevan a lograr economías de alcance generando incrementos en la eficiencia e implicando esos avances tecnológicos una organización única. Sin embargo, no sería posible encontrar justificación a la integración por la existencia de un activo o bien homogéneo, otro de los criterios propuestos por este autor.

En el primer caso, el relacionado con la tecnología, una integración de la supervisión sería pertinente en tanto se hubieran apropiado avances en los procedimientos de supervisión para cobijar a diversas actividades que enfrentan riesgos similares, con un claro propósito de alcance. Tal cosa estaría sustentada en la confluencia de riesgos de crédito y mercado que enfrentan actualmente las entidades de los dos segmentos del mercado de capitales⁷.

En segundo lugar, no existen actividades homogéneas que justifiquen una integración de la supervisión, dadas las distintas funciones que cumplen los dos segmentos del mercado de capitales con la conse-

cuenta diferenciación en la supervisión que requieren. De un lado, están los establecimientos bancarios y otras entidades intermediarias ahorro - crédito cuya supervisión debe seguirse con criterios prudenciales para verificar su solvencia, dentro de lo que se denomina inspección y vigilancia del mercado, y a las que se les hace una *supervisión subjetiva*. De otro lado, se encuentran los intermediarios de valores en su labor de acercamiento de la oferta y demanda de valores, los administradores de activos en la guarda de los dineros de terceros y los emisores de valores en su actividad de captación de recursos del público, establecen la necesidad de ejercer una *supervisión funcional o por actividades*, que no sigue los mismos procedimientos en todos los casos, pero sí principios y lineamientos que exigen el cuidado de la integridad del mercado y de la protección de los inversionistas⁸.

Así las cosas, conviene examinar si en una relación beneficio / costo podemos encontrar ganancias en eficiencia en la prestación del servicio de supervisión por parte de la entidad unificada, que generaría un ahorro para el Estado entre otras cosas por la menor burocracia que tendría la nueva Superintendencia Financiera al reducir a una las dos áreas de administración de los recursos de la supervisión. Igualmente, dadas las condiciones establecidas en la ley para el cobro de las cuotas de sostenimiento a entidades supervisadas, estas ganancias en eficiencia deberían producir, en caso de darse, consecuentemente una rebaja en dichas cuotas o tarifas, con menores costos de transacción en el desarrollo de la actividad económica.

C. Seguimiento al presupuesto del supervisor integrado

Con el fin de evaluar lo dicho se propone hacer un seguimiento a la evolución de los costos de la superintendencia unificada, comparándolos con los de las dos entidades que fueron fusionadas. Se debe tener en cuenta, uno, que como es previsible aun no se cuenta con informes de ejecución presupuestal del 'nuevo' supervisor para el presente año, y dos, que es lógico que en la presente vigencia se deba amortizar el costo de la adecuación de la planta física y el de la adaptación de la planta de personal necesarias para echar a andar a la entidad integrada.

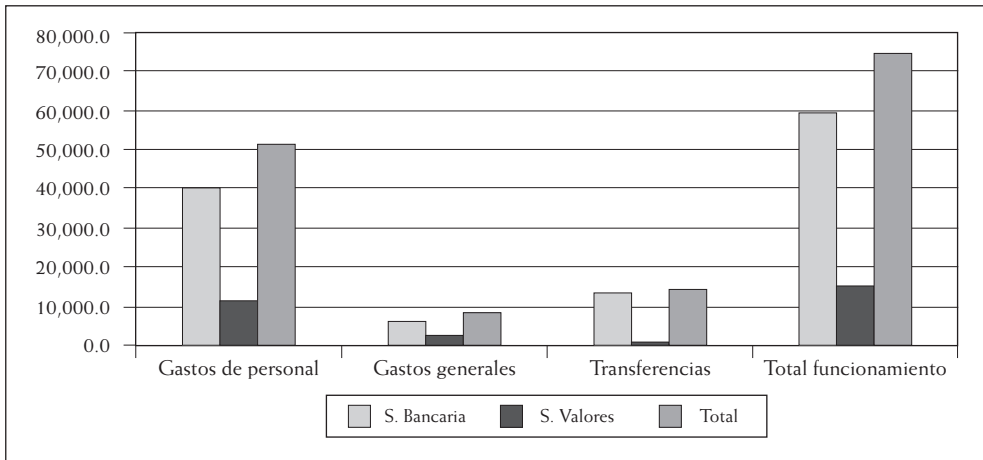
A pesar de lo anterior, se hizo un ejercicio en el que, en primer término se comparó el presupuesto de gastos de funcionamiento de la Superintendencia Financiera aprobado para 2006, con un estimativo de lo que hubiera sido el presupuesto sumado de las superintendencias Bancaria y de Valores de haber continuado funcionando en forma independiente, y en segundo lugar, se efectuó una comparación de las tarifas de sostenimiento de las entidades supervisadas antes y después de la integración.

En primer término, con base en la información más reciente disponible de ejecución presupuestal para las dos superintendencias, que es la de 2004⁹, se hizo una proyección de lo que debería haber sido en global el presupuesto de supervisión del sistema financiero como un todo en 2006, con los siguientes criterios: primero, el presupuesto de funcionamiento de la Superintendencia de Valores correspondió en 2004 al 20% del total para las dos superintendencias; segundo, en 2005 los gastos de funcionamiento de Valores crecieron un 4% con respecto

al año anterior, correspondiendo el mayor crecimiento a gastos de personal con el 7%, tercero, el crecimiento del presupuesto de ingresos de la Superintendencia Bancaria en 2005 habría sido del 13.5%, y cuarto, en

la suma de los dos presupuestos de funcionamiento para 2004, cerca del 70% fueron gastos de personal, gastos que fueron proporcionalmente más altos en Valores que en Bancaria¹⁰.

GRÁFICO 1
SUPERINTENDENCIAS BANCARIA Y DE VALORES
EJECUCIÓN PRESUPUESTAL PARA 2004



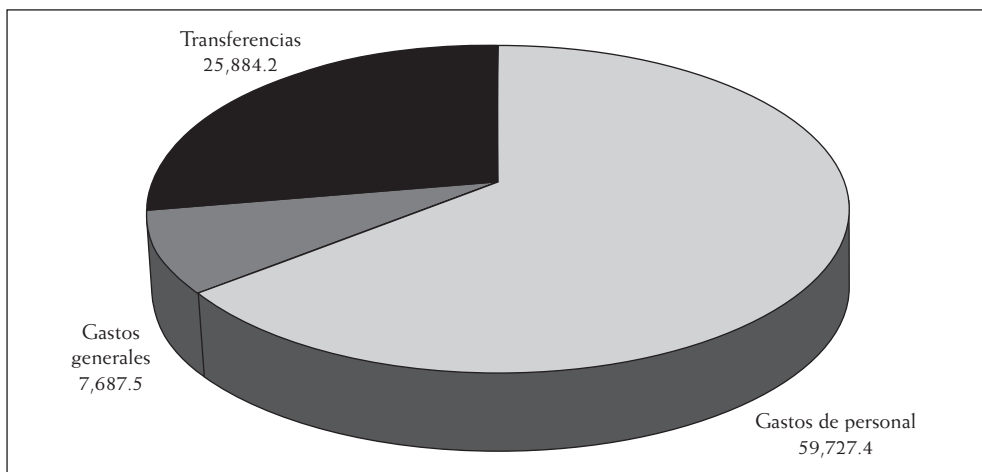
Valores en millones de pesos

FUENTE: www.superfinanciera.gov.co. Elaboración propia.

El resultado del ejercicio de proyección arrojó un agregado para gastos de funcionamiento de cerca de \$84.000 millones, de los cuales algo más de \$59.000 millones correspondería a gastos de personal. Este valor se comparó con el presupuesto de funcionamiento apropiado por la Superintendencia Financiera para 2006, por \$93.299.1 millones¹¹, compuesto de la siguiente forma: \$59.727,4 millones para gastos de personal, \$7.687.5 millones para gastos generales y \$25.884,2 millones para transferencias.

De lo anterior se puede colegir que, primero, los gastos de personal, que son más de las dos terceras partes del presupuesto de funcionamiento, no disminuyeron; segundo, que el presupuesto autorizado para la superintendencia unificada es más de un 10% superior a la suma estimada para las superintendencias Bancaria y de Valores en conjunto; y tercero, que la partida que representa el mayor incremento en los gastos de funcionamiento es la de transferencias¹².

GRÁFICO 2
PRESUPUESTO DE FUNCIONAMIENTO DE
LA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA – 2006



Valores en millones de pesos

Fuente: www.superfinanciera.gov.co. Elaboración propia.

Antes de continuar, un breve comentario respecto a los gastos de personal, que son los que representan la mayor proporción de los gastos de funcionamiento. Es claro que los salarios de ambas superintendencias, tanto Bancaria como Valores, estaban, antes de la fusión, por debajo de los estándares de la industria, ocasionando dificultades para 'retener' a los funcionarios bien calificados (Carmichael, 2004: 40) Por consiguiente no resultaría viable esperar que fuera a haber ahorros por dicho concepto en las siguientes vigencias, si lo que se quiere es que la nueva entidad de supervisión encare en forma apropiada sus nuevos retos¹³.

De otro lado, está la forma como se paga el precio de la supervisión. Si definimos dicho precio como el costo de las tarifas o cuotas de mantenimiento con las que contribuyen a la superintendencia las entidades sujetas a inspección, vigilancia y control, lo que sigue es examinar cómo se comportan estas, en comparación con la situación pre-

via a la integración.

Así, otro resultado encontrado fue que la integración no trajo como consecuencia una disminución del precio de la supervisión, ni tampoco por ende en las tarifas de sostenimiento de las entidades supervisadas. Así, la Ley 510 de 1999 determinó que las tarifas canceladas por tales entidades debían corresponder o ser proporcionales a los costos del supervisor para la realización de su labor. A las entidades financieras que eran vigiladas por la Superintendencia Bancaria se les cobraba una tarifa sobre el valor de sus activos, por categorías, de manera que la suma de las contribuciones hechas debía ser equivalente al monto del presupuesto de funcionamiento e inversión que demandara la superintendencia¹⁴. Esta situación no tiene modificación respecto de la entidad integrada¹⁵.

Por otra parte, en el caso de la Superintendencia de Valores lo que se encontraba era que las labores que podrían tener la ma-

yor intensidad en vigilancia, como era el seguimiento, investigación y sanción de las conductas contra el mercado, podían llegar a demandar proporcionalmente mayores recursos en relación con los aportes realizados por los agentes, que la labor de control objetivo sobre los emisores. Habría que tener en cuenta aquí las diferencias entre control objetivo sobre los emisores de valores, control sobre las actividades de otros agentes, e inspección y vigilancia subjetiva sobre los intermediarios que realizaban el contrato de comisión y sobre otras entidades como las bolsas de valores, los depósitos de valores, las bolsas agropecuarias y sus comisionistas, las calificadoras de valores, entre otros agentes, actividades todas ellas que exigen diferente intensidad en la supervisión.

De esta forma, las entidades bajo vigilancia o control de la Superintendencia de Valores cancelaban una tarifa sobre la inscripción en el respectivo registro, bien sobre su patrimonio en el caso de los emisores de valores, los administradores de activos o las entidades sometidas a inspección y vigilancia, o bien sobre el valor de las operaciones realizadas en el caso de los intermediarios no vigilados¹⁶, y una cuota de sostenimiento anual. Esto además de los derechos de oferta pública que los emisores de valores debían pagar por una sola vez. Al respecto, es de observar que, tal como se ve en el cuadro anexo, las tarifas establecidas para 2006 no disminuyeron para ninguno de los tipos de entidades sometidas a supervisión, esto es, para las entidades previamente vigiladas o controladas por la Superintendencia de Valores¹⁷.

Es importante anotar que a los precios de la supervisión hay que agregarles otros costos, como son, los de la autorregulación o los que se transfieren a la estructura interna

de las entidades supervisadas. Es así como el nuevo marco normativo para el mercado de valores, Ley 964 de 2005, obliga a que todos los intermediarios del mercado pertenezcan a un organismo autorregulado, obligación que previamente a la ley solamente tenían las sociedades comisionistas de bolsa. Dado que establecimientos de crédito, compañías de seguros y sociedades de servicios financieros, entre otras, actúan como intermediarios de valores, es de suponer que deberán agregar a los costos de la supervisión la cuota que deberán cancelar por el sostenimiento de la autorregulación. Igualmente, habría que sumar los costos que se internalizan en la actividad de los agentes, como son los de control interno (incluidas auditorías), revisoría fiscal, y defensor del cliente, y los del contralor normativo para las sociedades comisionistas de bolsa, figura introducida por la Ley 964 de 2005¹⁸.

III. LO QUE QUEDARÍA POR HACER

Quedando claro que por lo pronto no se vislumbra ahorros en los costos de la supervisión, ni consecuentemente en las tarifas de las entidades y actividades sujetas a supervisión por parte de la Superintendencia Financiera, lo que quedaría entonces es proponer algunos aspectos que contribuyan a disminuir los costos *ex - post* del arreglo institucional que se está comentando.

En cuanto a la estructura de la Superintendencia Financiera, se presume diseñada con el fin de maximizar la eficiencia en el desempeño de sus funciones de acuerdo con el objetivo de controlar el riesgo de las actividades financieras. Siguiendo de nuevo a WILLIAMSON (1991: 24-25), una evaluación de la forma de organización y en concreto la estructura jerárquica de una entidad en

este caso gubernamental o de no mercado, es útil para evaluar el logro del objetivo, sirviendo la organización interna para frenar el oportunismo y para facilitar la toma de decisiones y economizar en los gastos de información y comunicaciones (WILLIAMSON, 19: 292)

Una aplicación práctica de lo anterior pasa por examinar el camino que venían siguiendo las dos entidades integradas y evaluar la pertinencia de realizar cambios en tales derroteros.

En lo que se refiere a la Superintendencia Bancaria, esta entidad venía trabajando en desarrollar un esquema de supervisión con los siguientes criterios: primero, se venía verificando el paso de una supervisión *ex post* a una preventiva, al tiempo que se pretendía bajar la intensidad de la intervención estatal y aumentar el peso de "las decisiones gerenciales de ... accionistas y directores" (GARCÍA, 2003: 1) Esto al tiempo que se buscaba desarrollar la disciplina del mercado expresada en mayores estándares de revelación de información y educación de los clientes, y por supuesto preservar la estabilidad del sistema financiero, en un contexto de nuevos agentes participantes y de la diversificación de actividades autorizadas a las entidades como las operaciones cambiarias y las de los creadores de mercado de deuda pública, y el fortalecimiento de las operaciones de tesorería (GARCÍA, 2003: 2-3)

Dado que este esquema es consistente con el propuesto en la integración, no debería ser previsible un incremento de los costos en el caso de lo que correspondía hacer a la antigua Superintendencia Bancaria. Esto por cuanto estos costos deberían corresponder a los de la delegatura que llevaba en cada caso las funciones correspondientes a la inspección y vigilancia de las respectivas

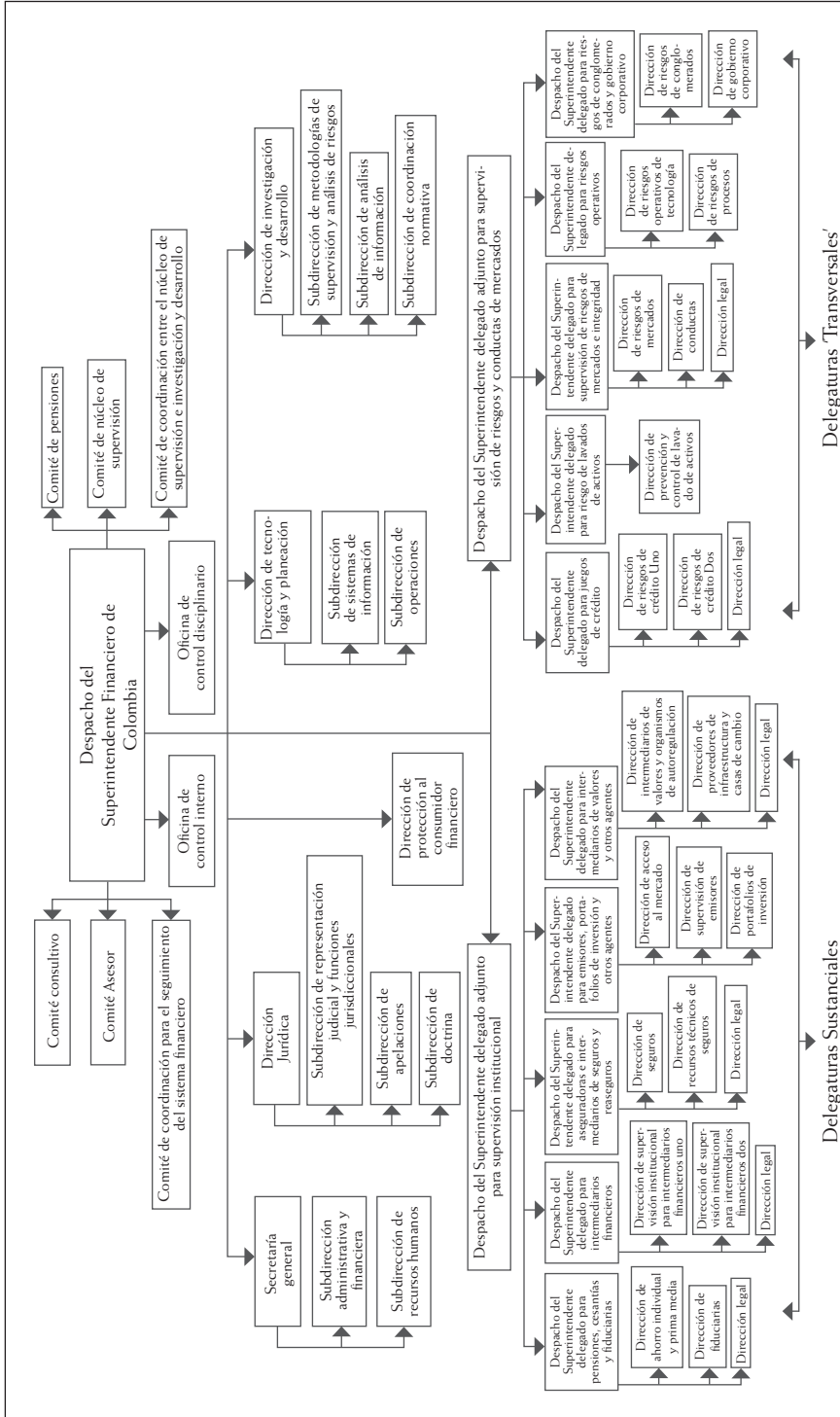
entidades, en una estructura administrativa que en mucho fue replicada en la nueva entidad, por lo menos en lo que corresponde a las delegaturas que se podrían llamar 'sustanciales'.

Sin embargo, a estas delegaturas 'sustanciales' se debe sumar las denominadas 'transversales', a las que corresponde vigilar, no a las entidades como tales, sino a las actividades que desarrollan, en términos de riesgo de mercado, de crédito, operativo o de lavado de activos, entre otros. Esto eventualmente incrementaría el costo de la supervisión, y el de los vigilados que ahora deben acudir para adelantar sus trámites y contestar requerimientos, no a un área 'misionarial' sino a dos y a veces a más.

Además de lo anterior, tamaño problema tiene la superintendencia unificada, en lo que atañe por ejemplo a la presencia de conflictos de interés (BRIAULT, 1999: 21), cuando sus supervisados cumplen diversos roles, que las obligaría a estar bajo la supervisión de diversas áreas funcionales dentro de la entidad. Esto sería cuando los intermediarios ahorro – crédito, los bancos y otras entidades, son a la vez emisores de valores e intermediarios de valores, y cuando estos últimos actúan además como inversionistas o administradores de activos de terceros, como puede ser el caso de las sociedades fiduciarias. Y ni qué decir cuando cumplen hasta tres papeles distintos en el sistema financiero.

En lo que se refiere a la Superintendencia de Valores, por su parte, según su plan estratégico venía trabajando con intensidad en materia de protección a los inversionistas, y en lo que se refiere al mejoramiento de los estándares del mercado y de sus intermediarios, incluyendo en esto, por supuesto, lo relativo a la integridad del mercado.

GRÁFICO 3
ESTRUCTURA DE LA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA



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

Al respecto, diversas evaluaciones sugerían que esta entidad debía enfocarse en la formación de su recurso humano para la detección temprana, prevención, investigación y sanción de conductas contra el mercado, como son las de abuso de clientes, manipulación de los precios o la liquidez de las especies negociables, o el uso indebido de información privilegiada (ver, entre otros, MELO, 2003)

El reto que quedaría entonces es encontrar un equilibrio entre los objetivos de la regulación y supervisión de los dos segmentos del mercado de valores, que permita maximizar el cumplimiento de los objetivos de desarrollo del mercado y agregación de valor en la economía. Por ejemplo Llewellyn (1999: 9) propone como objetivos, el soporte a la estabilidad sistémica, el mantenimiento de condiciones de seguridad y profundidad de las instituciones financieras, y la protección del consumidor, al paso que otros autores como BLACK (2001: 804) y LaPorta *et. al.* (2005: 14) insisten en la protección de los inversionistas, especialmente de los minoritarios.

Es de anotar que dentro de los parámetros que permitirían lograr indicadores de eficiencia en la regulación del mercado, se cuenta (NORTON, 2005: 10) la independencia e integridad de la autorregulación, la transparencia, la expedición de una regulación comprehensiva, una efectiva implementación de las instituciones de protección a los inversionistas, y una estructura de costos eficiente que permita la flexibilidad en dicha regulación. Esto es absolutamente pertinente sobre todo cuando se habla de temas como las innovaciones tecnológicas que permiten economías de escala y de alcance, pero conllevan nuevas obligaciones como aquellas que se refieren a la seguridad

y finalidad de la información, o cuando se hace referencia a nuevos productos de la ingeniería financiera con el consecuente desarrollo de formas e instrumentos de financiación novedosos.

La pregunta que queda es si debemos hacer ajustes para ir hacia los objetivos finales del marco institucional planteado, especialmente en lo que atañe al mercado de valores. Esto dado que la integración de las superintendencias parecería haber puesto en segundo plano estos objetivos, al privilegiar la supervisión '*bancaria*' del mercado, aun cuando no son de desconocer los avances que tiene el nuevo marco institucional en materia de control de los riesgos de las actividades, solución de arbitrajes regulatorios, y establecimiento de infracciones, sanciones respectivas y criterios para su graduación, entre otros.

Así, en caso de aceptarse que se requiere hacer ajustes a la estructura de gobierno de la Superintendencia, algunos puntos que podrían considerarse en la discusión, son los siguientes (WILLIAMSON, 1991:108 – 111):

- Buscar "economías de información": puede ser útil encontrar conjuntos de observaciones útiles para el desarrollo del proceso de supervisión en varias etapas del o los procesos, puede ser centralizando la información de *sujetos* y *actividades* supervisados en una sola instancia.

- Coordinar las actividades: Identificar si existen procesos interdependientes que puedan llevar a una "convergencia de expectativas", de manera de asegurar respuestas coordinadas a los procesos de supervisión, en especial en aquellos casos en los que un mismo agente cumple más de un papel en el mercado financiero.

De otro lado, es importante considerar si es posible mejorar la capacidad de la Su-

perintendencia Financiera de ‘retener’ a los funcionarios bien calificados, y al mismo tiempo construir en el largo plazo la experiencia que se requiere para sostener altos estándares de eficiencia en la ejecución de la supervisión.

IV. CONCLUSIONES

En conclusión, la integración de la supervisión habría estado justificada desde lo económico por las economías de escala y de alcance que se lograrían al apropiar innovaciones tecnológicas en la supervisión de las actividades desarrolladas por los agentes financieros, no así por la existencia de un activo o bien homogéneo que no existiría al tener cada uno de los segmentos del mercado financiero particularidades que llevarían a estructurar su supervisión en forma distinta.

De otra parte, del examen del comportamiento del precio de la supervisión, encontramos que los agentes financieros no presentan por lo pronto un abaratamiento de sus costos, negando el supuesto de que la integración en la prestación del servicio de supervisión representaría ganancias en eficiencia, con consecuentemente menores costos de transacción. Sin embargo, esto no quiere decir que no se pueda lograr en el futuro tal ahorro en costos, si se examina el marco institucional deseado desde los objetivos concretos de desarrollo que se pretenden alcanzar, y se hace los ajustes a que haya lugar en la estructura y competencias de la superintendencia.

Por último, un estudio cuidadoso de las implicaciones *ex – ante* del modelo de supervisión que se adoptó podría haber generado ahorros en costos de transacción *ex – post*, que son los necesarios para el seguimiento

del convenio, su complementación y ajuste a la realidad. Los costos *ex – post* se entienden por tratarse de un convenio que no es perfecto, porque hay oportunismo de los agentes, y porque los bienes sujetos a transacción no son homogéneos, lo que trae en consecuencia que se deba hacer un seguimiento cercano a la estructura de gobierno, plantear un equilibrio entre los diferentes objetivos de la supervisión de los dos segmentos del mercado financiero en su sentido amplio, y efectuar los ajustes que sean pertinentes a las funciones de la nueva entidad en el menor tiempo posible.

BIBLIOGRAFÍA

- BLACK, BERNARD (2001) *The Legal Preconditions for Strong Securities Markets*, Stanford Law School, As Publisher by UCLA Law Review, vol 48 pp.781-858 (2001), WP 179.
- BRIAULT, CLEVES (1999) *The Rationale for a Single National Financial Service Regulator*, Occasional Paper Series 2, Financial Services Authority, May, 1999.
- CARMICHAEL, JEFFREY (2004) *Colombia: Creation of a Unified Supervisory Agency for the Financial Sector*. Final Report, 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.
- COASE, RONALD (1988), *La Empresa, el Mercado y la Ley*. 1ª. Ed. en español. Traducción de GUILLERMO CONCOME y BOREL del original *The Firm, the Market and the Law*, The University of Chicago. Madrid: Alianza Editorial, 1988.
- GARCÍA, AMANDA (2003), *Ochenta Años de la Superintendencia Bancaria de Colombia, Nuevos Tiempos, Nuevos Retos*. En: www.superfinanciera.gov.co Consulta septiembre 11 de 2006.

- IOSCO (2005) *Principles and Objectives of Securities Regulation*, En: www.iosco.org. Consulta: septiembre de 2006.
- LA PORTA, RAFAEL, et. al. (2005) *Law and Finance*. WP Harvard University and University of Chicago.
- MATARRITA, RODRIGO (2004), *Costo de la Regulación y Supervisión de las CACs, el Statu Quo y la Perspectiva de Basilea II*, Estudios de la DGRV No. 4, Saô Paulo, diciembre de 2004. En: www.org.com (consulta septiembre de 2006)
- MELO, ALBERTO (2003), *Colombia, los problemas de competitividad de un país en conflicto*, WP C – 103, Banco Interamericano de Desarrollo, julio de 2003.
- NORTH, DOUGLAS (1990) *Instituciones, Cambio Institucional y Desempeño Económico*, Primera reimpresión de la primera edición en español de 1993. Traducción de Agustín Bárcena del original en inglés *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, México D.F.: Fondo de Cultura Económica, 1995.
- NORTON, JOSEPH (2005), *Global Financial Sector Reform: The Single Financial Regulator Model Based on The United Kingdom FSA Experience – A Critical Re evaluation*. Working Paper.
- NÚÑEZ, ANTONIO JOSÉ (2000), *Antecedentes y principios fundamentales del análisis económico de la ley*. En: Colección de Derecho Económico – Homenaje a Enrique Low Murtra, volumen II, Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2000, páginas 63 a 123.
- POSNER, RICHARD, *El Análisis Económico del Derecho*, México: Fondo de Cultura Económica, 1998.
- RAMÍREZ, MANUEL (2004), *Regulación y Mercado*. En: *La Regulación Económica, Tendencias y Desafíos*, Liliana Lizarazo R. y Marcela Anzola G., Editoras, Bogotá, Centro Editorial Universidad del Rosario, 2004, páginas 31 a 60.
- SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA, *Histórico presupuesto superintendencias Bancaria y de Valores*. En: www.superfinanciera.gov.co (consulta septiembre de 2006)
- _____. *Regulación*. En: www.superfinanciera.gov.co (consulta septiembre de 2006)
- Superintendencia de Valores (2005) *Informes de gestión 1999 – 2002 El Mercado de Valores para el Tercer Milenio, e Informe de Labores 2002 – 2005*.
- TABOADA, EUNICE, *Teoría de la Economía de los Costos de Transacción*. WP En www.euned.net (consulta agosto de 2006)
- VALENCIA, FRANCISCO (2005), *Los Costos de Transacción dentro de la Economía Neoinstitucional en Relación con la Actualidad Contable*. (Consulta en Internet, septiembre de 2006)
- WILLIAMSON, OLIVER (1985), *Las Instituciones Económicas del Capitalismo*, 1ª. Ed. en español, traducción de EDUARDO SUÁREZ del original en inglés *The Economic Institutions of Capitalism*, México: Fondo de Cultura Económica, 1989.
- WILLIAMSON, OLIVER (1991), *Mercados y Jerarquías: su Análisis y sus Implicaciones Antitrust*, traducción de Evangelina Niño del original en inglés *Markets and Hierarchies, Analysis and Antitrust Implications*, México: Fondo de Cultura Económica, 1991.

- 1 El presente documento es la ponencia desarrollada en el marco del XXII Congreso Nacional de Derecho Comercial realizado en la ciudad de Medellín, octubre 13 de 2006.
- 2 Los comentarios aquí expresados no comprometen a la Universidad. Por supuesto, cualquier error u omisión es de exclusiva responsabilidad de la autora.
- 3 La Constitución ordena al Congreso dictar una ley marco que establezca los criterios y objetivos que debe tener en cuenta el Gobierno nacional en la regulación del mercado. Cfr. literal d) del numeral 19 del artículo 150 de la Constitución.
- 4 Esta fue ordenada en el Decreto 4327 de 2005, con base en lo establecido en la Constitución Política en su artículo 189 numerales 15 y 16, en las facultades dadas al Presidente de la República.

- ca en las leyes 489 de 1998 y 790 de 2002 y en lo establecido en el artículo 74 de la ley 964 de 2005.
- 5 Este se entiende como la búsqueda del propio interés con “falta de sinceridad u honestidad en las transacciones para incluir (su) consecución con dolo” (WILLIAMSON, 1991: 25) Por su parte, por racionalidad limitada se entiende, siguiendo a SIMON (1961), como “el comportamiento humano que es *deliberadamente* racional pero sólo *limitadamente*” (WILLIAMSON, 1991: 38) (en cursiva en el original). Es limitada en términos de “conocimiento, previsión, habilidad y tiempo”.
 - 6 Surge una pregunta interesante y es en qué momento decidimos que Colombia tenía la madurez y profundidad necesaria para que el supervisor abandonara las funciones de promoción del mercado y las dejara en cabeza del sector privado. ¿Fue esta decisión costosa en términos del beneficio que se dejó de lograr en materia de profundización del mercado? Naturalmente en esta discusión hay que hacer otras consideraciones en materia de la independencia del regulador y de este con respecto al supervisor, que fue finalmente la opción que se escogió en la redacción de la ley 964 de 2005.
 - 7 Es así como el sistema financiero, que tradicionalmente enfrentó el riesgo de crédito en la intermediación entre el ahorro y la colocación de recursos mediante crédito, ahora encara también riesgos de mercado en el manejo de sus portafolios de inversión. Igualmente, en el caso de las sociedades comisionistas de bolsa que actuaban en actividades en las que tenían que manejar el riesgo de mercado, enfrentan riesgo de contraparte (crédito) en sus operaciones por cuenta propia, las que más recursos les generan actualmente.
 - 8 BRIAULT (1999: 20) propone que en la integración de la actividad de supervisión no es posible mezclar “peras con manzanas”: en la asignación de los recursos de supervisión estamos ante la necesidad de supervisar a los agentes y al mismo tiempo supervisar a las actividades. La pregunta que surgiría es hasta dónde va la supervisión subjetiva (más propia del segmento intermediado del mercado) y dónde se inicia la supervisión objetiva (que es la que corresponde al segmento desintermediado)
 - 9 Ver www.superfinanciera.gov.co. Sin embargo, se encuentra la ejecución presupuestal para 2005 de la Superintendencia de Valores, no así la de la Bancaria (consulta octubre 9 de 2006)
 - 10 En la Superintendencia de Valores cerca de un 70% de la planta de personal correspondía a cargos denominados misionales.
 - 11 A esto hay que agregar el presupuesto de inversión apropiado por \$11.341,3 millones, que corresponde a tecnologías de la información, adecuación de la planta física, adecuación del archivo y capacitación, de manera que el presupuesto total de la entidad integrada es de \$104.640,4 millones. El presupuesto de inversión corresponde al de la antigua Superintendencia Bancaria.
 - 12 Aquí se cuenta: Contraloría General de la República, cuotas de organizaciones internacionales y Capresub.
 - 13 Sin embargo, en el anteproyecto de presupuesto para 2007 se registra una importante disminución en el global de salarios básicos de la nómina de la entidad. Es lógico pensar en la pertinencia de esto si se tiene en cuenta que en 2006 seguramente fue necesario atender el pago de indemnizaciones al personal que no continuó en la nueva entidad. Además, es de anotar que una parte significativa de los retiros se habrían producido en la Superintendencia de Valores, con lo que esto representa en pérdida de experiencia para la nueva entidad, de manera que de 20 cargos directivos de la nueva superintendencia solamente dos correspondieron a funcionarios de dicha entidad.
 - 14 En Colombia, al igual que en otros países como México, Bolivia, Chile o Ecuador, las entidades supervisadas pagan la totalidad de los costos del supervisor, mientras que en otros países como Costa Rica o El Salvador, tales entidades comparten el pago de dichos costos con el Banco Central (Matarrita, 2004)
 - 15 Ver el numeral 5° del artículo 337 del Decreto 663 de 1993 y el artículo 11 del Decreto 4327 de 2005. El cobro de las tarifas se hizo mediante la Circular Externa 023 de marzo de 2006 de la Superintendencia Financiera.
 - 16 Corresponde a la Resolución 1245 de julio de 2006 de la Superintendencia Financiera, que derogó la Resolución 767 de 2004 de la Superintendencia de Valores.
 - 17 Sólo hubo tres cambios en relación con la situación previa: un aumento de la tarifa para las sociedades comisionistas de bolsa que administran uno o más fondos de valores, la desaparición de la tarifa para los intermediarios no vigilados, y la inclusión de una cuota de mantenimiento para los títulos emitidos por fondos colectivos de inversión, los emitidos en procesos de titularización, o los hipotecarios.

- 18 Esto entraría dentro de lo que BRIAULT (1999: 24) denomina "*compliance culture*", en la que claramente se le pasa al supervisado parte de los costos del proceso.
- 19 Tarifa anterior: Cuotas de sostenimiento. Patrimonio a diciembre del año inmediatamente anterior.
- 20 Tarifa actual: Emisores con valores registrados en diciembre de 2005.
- 21 La Resolución especifica que se trata de intermediarios no vigilados.
- 22 Se entiende que son personas naturales y jurídicas inscritas en el Registro de Agentes del Mercado como intermediarios de valores, que antes se denominaban no vigilados ni controlados.
- 23 Intermediarios no vigilados por las superintendencia Bancaria o de Valores
- 24 Intermediarios inscritos a diciembre de 2005

ANEXO
TARIFAS PARA ENTIDADES CORRESPONDIENTES AL MERCADO PÚBLICO DE VALORES

Actividad	Tarifa anterior	Tarifa actual
Cuotas de inscripción		
Emisores de valores	<ul style="list-style-type: none"> • 0.08 ‰ del valor del patrimonio del emisor • 0.08 ‰ del presupuesto vigente en el caso de entidades públicas • 30% del valor anterior en el caso de inscripción anticipada de valores • 0.04 ‰ del valor del patrimonio del emisor para segundo mercado • 0.08 ‰ del valor del patrimonio del fondo colectivo de inversión 	<ul style="list-style-type: none"> • 0.08 ‰ del valor del patrimonio del emisor • 0.08 ‰ del presupuesto vigente en el caso de entidades públicas • 30% del valor anterior en el caso de inscripción anticipada de valores • 0.04 ‰ del valor del patrimonio del emisor para segundo mercado • 0.08 ‰ del valor del patrimonio del fondo colectivo de inversión
Emisores ^{19 20}	<ul style="list-style-type: none"> • 0.10 ‰ del valor del patrimonio del emisor • 0.015 ‰ del valor del presupuesto para entidades públicas • 0.005 ‰ del valor del patrimonio para inscripciones anticipadas • 0.05 ‰ del valor del patrimonio del emisor para segundo mercado 	<ul style="list-style-type: none"> • 0.10 ‰ del valor del patrimonio del emisor • 0.015 ‰ del valor del presupuesto para entidades públicas • 0.005 ‰ del valor del patrimonio para inscripciones anticipadas • 0.05 ‰ del valor del patrimonio del emisor para segundo mercado
Títulos emitidos por fondos colectivos de inversión, los emitidos en procesos de titularización o por entidades autorizadas para emitir títulos hipotecarios	<ul style="list-style-type: none"> • 0.08 ‰ del valor de los activos 	<ul style="list-style-type: none"> • 0.08 ‰ del valor de los activos
Oferta pública de valores	<ul style="list-style-type: none"> • 0.035 ‰ sobre el monto de la emisión por una sola vez • Cuando se trate de emisiones para el segundo mercado en primario no habrá lugar al cobro de tarifa 	<ul style="list-style-type: none"> • 0.035 ‰ sobre el monto de la emisión por una sola vez • Cuando se trate de emisiones para el segundo mercado en primario no habrá lugar al cobro de tarifa
Entidades sometidas a inspección y vigilancia	<ul style="list-style-type: none"> • 0.08 ‰ del valor del patrimonio 	<ul style="list-style-type: none"> • 0.08 ‰ del valor del patrimonio

Actividad	Tarifa anterior	Tarifa actual
Cuotas de sostenimiento		
Intermediarios del mercado	<ul style="list-style-type: none"> •²¹ • Seis (6) SMMLV para las personas jurídicas • Un (1) SMMLV para las personas naturales 	<ul style="list-style-type: none"> •²² • Seis (6) SMMLV para las personas jurídicas • Un (1) SMMLV para las personas naturales
Intermediarios	<ul style="list-style-type: none"> •²³ • 0.0015 ‰ sobre el valor de las operaciones de compra para no vigilados por Valores pero sí por Bancaria • 0.0020 ‰ sobre el valor de las operaciones de compra para no vigilados por Bancaria ni por Valores 	<ul style="list-style-type: none"> •²⁴ • 0.0015 ‰ del valor de las operaciones de compra
Sociedades comisionistas de valores	<ul style="list-style-type: none"> • Tarifa básica del 3 ‰ del patrimonio, más el 0.5 ‰ si la sociedad comisionista administra uno o varios fondos de valores y el 0.5 ‰ si en los estados financieros a 31 de diciembre del año inmediatamente anterior los ingresos provenientes de operaciones por cuenta propia en el año completo superan el 50% de los ingresos operacionales de la respectiva firma. Estos porcentajes no son excluyentes 	<ul style="list-style-type: none"> • Tarifa básica del 3 ‰ del patrimonio, más el 1 ‰, para un total del 4 ‰ si la sociedad comisionista administra uno o varios fondos de valores
Comisionistas de bolsa agropecuaria	<ul style="list-style-type: none"> • 3 ‰ sobre el patrimonio 	<ul style="list-style-type: none"> • 3 ‰ sobre el patrimonio
Bolsa de Valores de Colombia	<ul style="list-style-type: none"> • 7 ‰ del patrimonio 	<ul style="list-style-type: none"> • 7 ‰ del patrimonio
Bolsas agropecuarias y cámaras de compensación	<ul style="list-style-type: none"> • 7 ‰ del patrimonio 	<ul style="list-style-type: none"> • 7 ‰ del patrimonio
Fondos de garantía	<ul style="list-style-type: none"> • 25 SMMLV 	<ul style="list-style-type: none"> • 25 SMMLV
Administradoras de depósitos de valores	<ul style="list-style-type: none"> • 7 ‰ sobre el patrimonio 	<ul style="list-style-type: none"> • 7 ‰ sobre el patrimonio
Títulos emitidos por fondos colectivos de inversión, los emitidos en procesos de titularización o por entidades autorizadas para emitir títulos hipotecarios		<ul style="list-style-type: none"> • 0.10 ‰ del valor de los activos

Actividad	Tarifa anterior	Tarifa actual
Sociedades administradoras de inversión	• 4 ‰ del patrimonio	• 4 ‰ del patrimonio
Fondos mutuos de inversión vigilados	• 0.5 ‰ del valor del patrimonio	• 0.50 ‰ del patrimonio
Calificadoras de valores	• 0.10 ‰ del patrimonio	• 0.10 ‰ del patrimonio
Sociedades titularizadoras	• 7 ‰ sobre el patrimonio	• 7 ‰ sobre el patrimonio

FUENTE: Resolución 767 de 2004 de la Superintendencia de Valores; Resolución 1245 de 2006 de la Superintendencia Financiera

