

La regulación como herramienta de protección a los inversionistas*

CONSTANZA BLANCO BARÓN
constanza.blanco@uexternado.edu.co

“El caso (...) provocó un fuerte cambio en las relaciones entre la bolsa y el gobierno federal, y en cierto modo, entre la bolsa y la opinión pública. En la Ley de Valores de 1933, y más específicamente en la Ley de Valores y Bolsas de 1934, el Gobierno buscaba una fórmula para prohibir las extravagancias más espectaculares de 1928 y 1929. Se exigió una completa y cabal declaración de las nuevas emisiones de títulos, aunque no hubo manera de arbitrar un procedimiento para que los posibles inversores se aplicaran a leer lo que había sido declarado”. (GALBRAITH, 1983:228).

1. RESUMEN

El principal objetivo que se planteó cuando se decidió la intervención del Estado en el mercado de valores fue lograr y mantener la confianza de los inversionistas, gravemente dañada en la crisis financiera de finales de los años 1920 del siglo XX, que inicialmente surgió en Estados Unidos pero que después se generalizó al resto del mundo. Desde lo económico, allí afloró la incapacidad del mercado de salir por sus propios medios de

una situación de desequilibrio, típica falla del mercado con sus consecuencias de selección adversa y riesgo moral (AYALA, 1989).

De esta forma, se dio pie para la transformación del Derecho en el denominado Derecho Regulatorio, con lo que se pretendía el establecimiento de normas jurídicas que fueran útiles para la prevención y solución de riesgos económicos, sociales y tecnológicos (BLANCO y CASTAÑO, 2007). Se empezó a generar la necesidad de determinar marcos jurídicos que guiaran la actuación de los individuos, lo que se manifestó en la década de los años 1930 en Estados Unidos en las leyes de valores y bolsas, de asesores de inversión y de carteras colectivas, y de separación entre la banca comercial y la banca de inversión, entre otras, regulación que fue tomada como modelo por el resto de países.

El marco normativo así definido sirvió de base para el desarrollo de principios y objetivos propuestos por la Organización Internacional de Comisiones de Valores, iosco por su sigla en inglés, adoptados por los reguladores de valores alrededor del mundo a partir de mediados de la década de 1980. Uno de los principios de la regulación

de los mercados de valores propuestos por la iosco fue la protección de los inversionistas, con el que se pretendía ganar confianza en los mercados, principio que se asienta sobre conceptos como la libertad de elección, la garantía de los derechos de propiedad y la toma de decisiones responsables por parte de los agentes, reconociendo que son los inversionistas los que corren el riesgo de los proyectos económicos de los emisores.

De otro lado, a fines de la década de 1980 se empezó a considerar en el ámbito internacional la inclusión en la regulación de principios de buen gobierno corporativo según las recomendaciones de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico oecd por su sigla en inglés. Estas recomendaciones habían surgido a partir de evaluaciones realizadas por el sector privado en primera instancia en los países anglosajones, respecto de los bajos resultados del sector empresarial en la generación de valor, el papel de las juntas directivas; los problemas en la atención de los derechos de los minoritarios y otros terceros; y la transparencia en la divulgación de información.

De otro lado pero en el mismo sentido, la regulación internacional más moderna de los mercados financieros hace un especial énfasis en la protección de los consumidores, por cuanto se registra una mayor debilidad en las relaciones que estos agentes tienen con los demás participantes del mercado. Esto va a la par de un mayor énfasis en el control de los riesgos de las actividades de los intermediarios y de sus clientes, dentro de lo que se conoce como regulación basada en riesgo, que sigue la experiencia del regulador británico y otras en el mismo sentido (BLANCO, 2010).

El énfasis en la regulación colombiana para el mercado de valores ha ido con la

tendencia predominante, de manera que actualmente sigue tanto principios de iosco como de la oecd, y reconoce algunos de los principios de la regulación basada en riesgo. De esta forma, tanto las normas que constituían el Régimen del Mercado Público de Valores, en particular las resoluciones 400 de la Sala General y 1200 del Superintendente de Valores, como la Ley 964 de 2005 Marco del Mercado de Valores y algunos de los desarrollos posteriores, se fundamentan en forma tácita o explícita en el reconocimiento a el principio de protección de los inversionistas, y en los últimos años en la protección de los consumidores.

Sin embargo, respecto de las figuras más recientes de protección, no puede decirse que estén orientadas a los inversionistas del mercado de valores, y aun cuando podrían verse como una instancia adicional en defensa de los usuarios del sistema financiero parecerían más bien una manifestación más del proceso de *bancarización* de la regulación del mercado de valores (BLANCO, 2007).

En este contexto, el objetivo de este artículo es establecer la evolución de la regulación del mercado de valores para la protección al inversionista en Colombia en el período 1990-2010 y su relación con los estándares internacionales, así como discutir la pertinencia de las medidas adoptadas para la protección de los consumidores financieros respecto de los inversionistas, en particular en el último lustro.

Para esto, en primera instancia se examinan algunos antecedentes respecto de los principios internacionales de regulación para la protección de los inversionistas, como es el caso de los propuestos por iosco sobre la información y los estándares del mercado de valores; la oecd respecto del buen gobierno corporativo; y los corres-

pondientes a la regulación basada en riesgo con relación a la protección del consumidor financiero. En segundo lugar se examina la aplicación de estos principios a la regulación del mercado en Colombia en tres períodos: 1990-1999 (entre las reformas estructurales concordantes con el cambio en el modelo de desarrollo de principios de los años 1990 y el fin de la crisis financiera de la última parte de la década); 2000-2005 (entre el fin de la crisis financiera y la fusión del supervisor financiero); y 2006-2010 (entre la fusión del supervisor financiero y la actualidad). En tercer término se verifica el cumplimiento de la regulación para la protección del consumidor en los últimos años, especialmente a partir de 2003 con la creación del defensor del cliente y la adecuación de los objetivos de esta regulación y supervisión en materia de costos para los intermediarios del mercado y de sanciones por incumplimiento de normas de protección al inversionista.

Por último se extractan conclusiones.

2. PRINCIPIOS INTERNACIONALES DE REGULACIÓN PARA LA PROTECCIÓN DE LOS INVERSIONISTAS

La regulación de los mercados de valores entra dentro de lo que se conoce como Derecho Regulatorio, que en gran medida se apoya en estándares internacionales emitidos por organismos que han sistematizado la experiencia desarrollada para su desarrollo, lo cual se favorece del proceso de internacionalización de las economías. Estos principios provienen de la Organización Internacional de Comisiones de Valores iosco respecto de las normas del mercado y de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico oecd, y en los últimos

años atienden a las propuestas elaboradas a partir de la regulación basada en riesgo.

2.1 Principios de revelación de información y cumplimiento de estándares de los intermediarios: la IOSCO

La iosco surgió en 1983 por iniciativa de los reguladores de valores y tiene como antecedente a la Asociación Interamericana de Comisiones de Valores, en la que participaron diversos países de América Latina, entre ellos Colombia. Su objeto es desarrollar y promover modelos normativos de alta calidad que propendan por el establecimiento de mercados de valores justos, eficaces y sólidos; permitir que los reguladores realicen intercambios de información sobre sus experiencias; proporcionar asistencia a los reguladores respecto de la supervisión coordinada y eficaz de las operaciones internacionales con valores; y promover la integridad de los mercados a través de la aplicación rigurosa de las normas internacionales¹.

Entre los logros importantes de iosco se encuentra el establecimiento de una serie de recomendaciones para los reguladores de valores, a partir de la experiencia de más de diez años en la revisión de la normativa internacional. Este menú de principios y objetivos está catalogado en tres principios generales y treinta principios particulares para el regulador y los participantes del mercado de valores y las actividades que desarrollan². El principio I de los principios generales y los dirigidos a los emisores de valores, a los intermediarios del mercado y a las carteras colectivas, claramente se relacionan con la protección de los inversionistas. Además, algunos otros como los que apuntan a garantizar la integridad del mercado

por parte de los sistemas de negociación, compensación y liquidación también tienen el mismo objeto.

Estos principios de IOSCO son los siguientes:

La regulación internacional para el mercado de valores ha pretendido tradicionalmente el cumplimiento de estos principios, tal como se observa en la regulación de Estados Unidos, que fue tomada como modelo de regulación del mercado de valores. Dicha regulación no es meritoria, de manera

que el regulador no asume responsabilidad por los resultados de las inversiones, pero sí garantiza que los inversionistas puedan tomar sus decisiones en forma libre y responsable, y que el mercado se comporta de manera organizada, transparente y disciplinada para que los precios que se formen sean los justos.

De esta forma, la regulación se basa sobre principios acordes con la creencia de que lo que prima en el mercado es la libertad de elección por parte de los inversionistas

Tabla 1. Principios para la regulación de los mercados de valores
Organización internacional de comisiones de valores IOSCO

PRINCIPIO	DETALLE
PRINCIPIOS GENERALES:	
Protección de inversionistas	Los inversionistas deben ser protegidos contra conductas de manipulación, mala información, prácticas fraudulentas, abuso de clientes y uso indebido de información privilegiada. Esto mediante la revelación plena de información; la prestación de los servicios solamente por personas autorizadas, previa la acreditación de requisitos y estándares; y el cumplimiento de condiciones de capital mínimo por parte de los intermediarios ³ .
Mercados organizados, justos y transparentes	Los mercados deben tener condiciones de eficiencia; se debe guardar la integridad del mercado contra conductas ilícitas. Para esto la regulación debe buscar el acceso de los participantes a mercados eficientes, y propender por la entrega oportuna de información sobre las negociaciones y los precios de los instrumentos financieros.
Protección del riesgo sistémico	Se pretenden minimizar y controlar el riesgo sistémico mediante el cumplimiento de requisitos de capital y otras normas prudenciales; el mantenimiento de estándares de control interno para prevenir la ocurrencia del riesgo; promover la estabilidad sistémica; y evitar el contagio entre plazas.
PRINCIPIOS PARTICULARES PARA LOS PARTICIPANTES EN EL MERCADO:	
Para el regulador	Sus responsabilidades deben estar objetiva y claramente establecidas; debe ser independiente y ejercer rendición de cuentas en el ejercicio de sus funciones; debe tener poderes adecuados, recursos suficientes y la capacidad de desarrollar efectivamente sus funciones; debe adoptar clara y consistentemente los procesos regulatorios; y los funcionarios deben observar los más altos estándares profesionales incluyendo estándares apropiados de confidencialidad.
Para la autorregulación	El régimen regulatorio debe hacer uso apropiado de los organismos autorregulados (SRO) que ejercen funciones de seguimiento en sus respectivas áreas de competencia, en función del tamaño y complejidad de los mercados; los SRO deben sujetarse a supervisión del regulador y observar estándares de justicia y confidencialidad cuando ejerzan sus poderes y responsabilidades que les han sido delegadas.

PRINCIPIO	DETALLE
Para la vigilancia del seguimiento y cumplimiento de la regulación (enforcement) ⁴	El regulador debe realizar inspección, investigación y supervisión (<i>surveillance</i>) del mercado en forma comprensiva; debe tener poderes amplios de vigilancia; el sistema regulatorio debe asegurar un efectivo y creíble uso de la inspección, investigación, supervisión y vigilancia y la implantación de un programa de cumplimiento (<i>compliance</i>) efectivo.
Para la cooperación entre los reguladores	El regulador debe tener autoridad para compartir información pública y no pública con sus contrapartes locales y en el extranjero; debe establecer mecanismos para compartir información con sus contrapartes indicando el cómo y el cuándo; y el sistema regulatorio debe permitir la asistencia por parte de reguladores externos cuando requiera realizar investigaciones en el ejercicio de sus funciones y poderes.
Para los emisores de valores	Los emisores deben entregar información completa, oportuna y precisa al mercado y a los inversionistas respecto de sus resultados financieros y otra información material para la toma de decisiones; deben tratar a todos los accionistas en forma equitativa; y deben seguir altos estándares contables y de auditoría en la elaboración de sus informes financieros.
Para las carteras colectivas de inversión (CIS)	El sistema regulatorio debe: tener estándares para la elegibilidad de quienes manejan las carteras colectivas de inversión; proveer reglas de gobierno sobre las estructuras legales y funcionales de los CIS y la segregación y protección de los activos de sus clientes; requerir la divulgación de información según los principios establecidos para los emisores, necesarios para evaluar la vinculación por parte de un inversionista así como el valor de su inversión; y asegurar que la valoración de activos y los precios de redención de las unidades se realizan y divulgan sobre bases apropiadas.
Para los intermediarios del mercado	La regulación debe proporcionar estándares mínimos para el ingreso al mercado; debe existir un requerimiento inicial y posterior de capital y otros requerimientos prudenciales que reflejen el riesgo que toman los intermediarios; se debe exigir a los intermediarios el cumplimiento de estándares para la organización interna y conducta operacional que estén dirigidos a proteger los intereses de los clientes y desde los cuales la administración de los intermediarios acepte responsabilidad primaria; y deben existir procedimientos para manejar quiebras con el objeto de minimizar daño al mercado y pérdida de inversiones y disminuir el riesgo sistémico.
Para los mercados secundarios	Se debe sujetar a los sistemas de negociación, incluyendo a las bolsas, a la autorización del regulador, así como al seguimiento de sus operaciones (<i>oversight</i>); debe existir supervisión por parte del regulador que asegure la integridad de las negociaciones y el mantenimiento de reglas justas y equitativas que den un balance apropiado entre las demandas de los diferentes participantes en el mercado; la regulación debe promover la transparencia en las negociaciones; se debe asignar a la regulación la detección de la manipulación y otras prácticas contra el mercado; la regulación debe dirigirse a asegurar el manejo apropiado de riesgos de quiebra o aquellos que lleven a una eventual crisis del mercado; y el sistema de compensación y liquidación debe ser sujeto a regulación y seguimiento, así como estar diseñada para asegurar que funcione de manera justa, efectiva y eficiente y que se reduzca el riesgo sistémico.

Fuente: Documento 154 de la IOSCO. EN: www.iosco.org Consulta: marzo 31 de 2010.

que correrán el riesgo de los proyectos, en tanto cuenten con la información relevante en forma oportuna, suficiente, y con la ca-

lidad necesaria; la garantía de los derechos de propiedad de manera que los inversionistas puedan ver cumplidas y culminadas sus

operaciones y ejercer sus derechos oportunamente y en debida forma; y la toma de decisiones responsables por parte de los agentes que contarán con la información del riesgo de sus inversiones y la debida asesoría por parte de los especialistas cuando a ello haya lugar.

Como se verá más adelante, en Colombia la atención de los principios internacionales de la regulación del mercado de valores propuestos por la IOSCO, en particular el de protección a los inversionistas, han estado presentes desde comienzos del período analizado, esto es desde los inicios de los años 1990; son asumidos en cumplimiento del Plan Estratégico de Desarrollo para el Mercado de Valores para el Tercer Milenio propuesto por la Superintendencia de Valores en 2001⁵; y hacen parte en forma explícita de los objetivos de la Ley 964 de 2005 Marco del Mercado de Valores.

2.2 Principios de buen gobierno corporativo: la OECD

Los principios de buen gobierno corporativo fueron inicialmente desarrollados por la oecd en 1998 en respuesta a un llamado realizado por el Consejo Ministerial de la Organización, en conjunto con los gobierno y el sector privado, fueron adoptados oficialmente en 1999, y vienen siendo evaluados por un gran número de países con la participación de Mesas de Trabajo en Rusia, Asia, el sureste de Europa y América Latina y la cooperación del Banco Mundial (oecd, 2004a).

La definición más aceptada de buen gobierno corporativo es la que enuncia que es la forma como las sociedades u organizaciones son manejadas y controladas, con el objeto de maximizar su valor y por ende

el de sus accionistas⁶. Evidentemente esta definición se orienta a la gestión de las organizaciones, en la que participan accionistas, terceros interesados, la administración y las juntas directivas.

Sin embargo, existen otras dimensiones del buen gobierno corporativo, como son la que propugna por la definición de derechos y obligaciones de los involucrados en el desarrollo del objeto social de las entidades, entre ellos los accionistas; la que plantea que el gobierno corporativo es un problema de desalineación de intereses entre el principal (el propietario) y el agente (el administrador), entre diferentes tipos de propietarios (accionistas mayoritarios y minoritarios), o entre la administración y los terceros o *stakeholders* (empleados, proveedores, inversionistas y otros) y que por lo tanto de lo que se trata es de establecer instancias de resolución de conflictos; y la que establece un problema ético.

La asunción de principios de buen gobierno por parte de los agentes conlleva evidentes ventajas, tanto desde lo privado como desde lo público. Desde lo privado, el buen gobierno permite maximizar el uso de los recursos, la productividad de los mismos, y por tanto la agregación de valor en el desarrollo del objeto social y la rentabilidad del negocio, de manera que los inversionistas encuentran más atractivas las empresas que siguen estándares de buen gobierno que las que no lo hacen. Desde lo público, se plantea el logro de sinergias entre el desarrollo empresarial y las metas de política económica, lo mismo que justifica la intervención del Estado para balancear los beneficios privados con los sociales.

De otro lado, está la discusión respecto de si el buen gobierno debería ser impuesto (coacción), de manera que esté contenido

en normas jurídicas; o promovido (convicción) de forma tal que se maneje a través de la expedición voluntaria de códigos de buenas prácticas. La respuesta a esta pregunta no es sencilla y tiene que ver con diversas posiciones respecto de la intervención del Estado en el mercado, que de un lado establecen el papel del Estado en la defensa de los derechos de los más débiles; en la correcta inversión de los recursos pensionales; y en la definición de normas prudenciales que conlleven la estabilidad de las economías ante una crisis, que pueda achacarse a debilidad en la autorregulación, entre varias justificaciones, y de otro plantean la autonomía de la voluntad y la libertad de empresa y por lo tanto en el manejo de los negocios privados, y la frecuente mala gestión de las empresas públicas por parte del Estado.

Lo cierto es que de tratarse de una elección por la imposición del buen gobierno corporativo se abre una nueva discusión

respecto a esta debe estar contenida en la ley comercial, aplicable a todas las sociedades, o en la ley de valores que debe ser seguida solamente por las que cotizan en bolsa o están inscritas en el mercado público de valores.

De cualquier forma, en uno u otro caso, persiste otra función al Estado que puede convivir con la anterior, que corresponde al papel de promotor del buen gobierno que en ocasiones siguen las comisiones de valores en los diferentes países.

Los diversos regímenes, apoyados en desarrollos realizados desde el sector privado, han seguido los principios de buen gobierno corporativo propuestos por la OECD. Estos están contenidos en textos como el Libro Blanco de dicha organización, que realiza el seguimiento a la implantación de dichos principios alrededor del mundo⁷.

Es de anotar que el seguimiento voluntario a estos principios se ha constituido en

Tabla 2. Origen de los esquemas de buen gobierno corporativo en diferentes países

PAÍS	BUEN GOBIERNO CORPORATIVO
Gran Bretaña	La primera iniciativa a este respecto se encuentra en el Informe Cadbury o <i>Informe del Comité sobre los Aspectos Financieros del Gobierno Corporativo</i> de 1992, complementado posteriormente por el <i>Código de mejores prácticas</i> de Greenbury de 1995 y por un informe del Comité Hampel de 1998. En 2006 se publicó <i>The Combined Code on Corporate Governance</i> .
Francia	El Consejo Nacional del Patronato Francés y la Asociación Francesa de Empresas encargaron a un Comité constituido para examinar los principales problemas relacionados con el funcionamiento de los consejos de administración. El Informe Vienot fue publicado en 1995.
España	Existen dos tipos de normas: las jurídicas como la Ley de Sociedades Anónimas establecidas por Real Decreto Legislativo 1564/89 y la Ley de Valores contenida en la Ley 24/98; y las deontológicas que se encuentran en informes y códigos de buen gobierno como el denominado Informe Olivenza o <i>El Gobierno de las Sociedades de 1998</i> redactado por la Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de Consejos de Administración de las Sociedades, y el Informe Aldama de 2003 con base en el cual se emite la Ley de Transparencia o Ley Aldama. En 2005 se publicó un Código Unificado bajo el principio de 'cumplir o explicar'.
Alemania	Se realizó la publicación de un <i>Código de buenas prácticas para las sociedades cotizadas alemanas</i> en 2000 por parte la Comisión sobre Gobierno Corporativo.

PAÍS	BUEN GOBIERNO CORPORATIVO
Unión Europea	La Unión Europea ha publicado diversas Directivas relacionadas con el tema como: Estándares contables (sep. 5/08); Auditoría legal de las cuentas anuales y de las cuentas consolidadas (jun. 29/08); Fusiones transfronterizas de sociedades de capital (dic. 15/07); Sociedades anónimas (abr. 15/08); Remuneración de los consejeros de sociedades cotizadas (jun. 30/06); Papel de los administradores no ejecutivos y comités de junta directiva (jun.30/06); Ejercicio transfronterizo de los derechos de voto, entre otras.
Estados Unidos	En 1994 se publicó por parte del <i>American Law Institute</i> un informe denominado Principios de Buen Gobierno Corporativo. El interés actual recae en lo estipulado en la <i>Sarbanes Oxley Act</i> de 2002 emitida a raíz de la crisis de empresas como Enron en 2001.
México	Los principios de buen gobierno corporativo se inducen de la Ley General de Sociedades Mercantiles y desde el mercado de valores de la Ley del Mercado de Valores, de Instituciones de Crédito, y de Sociedades de Inversión. Se organizó el Instituto Mexicano de Gobernabilidad Corporativa, y el Comité de Coordinación Económica patrocinó el Código Mexicano de Prácticas Corporativas de 2001.
Brasil	Los principios están contenidos en la Ley de Sociedades de 2001 y en la Ley de Mercado de Valores del mismo año. El <i>Instituto de Governança Corporativa</i> cuenta con más de 400 miembros y una creciente gama de actividades. Lanzó su Código de Mejores Prácticas en 2001.
Perú	En 2002 se publicó el informe sobre los Principios de Buen Gobierno de las Corporaciones Peruanas, iniciativa coordinada por la CONASEV y en la que participó el sector privado. En 2003 se estableció el Comité Peruano sobre Gobierno Corporativo, incorporando a la Asociación de Directores Corporativos, expertos asesores y a las escuelas de negocios del Perú.
Chile	Los principios de buen gobierno corporativo se encuentran en la Ley de Sociedades Anónimas 18.046 y en el Reglamento sobre Sociedades Anónimas contenido en el Decreto 587 de 1982, y de otro lado en la Ley del Mercado de Valores 18.045.

Fuente: Tapia, 2001; BLANCO, 2010.

uno de los puntales para el desarrollo de los nuevos mercados de valores, o terceros mercados, en los que los emisores hacen acuerdos privados con las bolsas para obtener mejores condiciones de cotización de los papeles, siguiendo la experiencia del mercado NASDAQ de Estados Unidos. Ejemplo de lo anterior son el alm de Londres y el *Novo Mercado* de Brasil.

Los principios propuestos y aceptados por los reguladores de valores son los siguientes:

En Colombia se encuentran antecedentes sobre gobierno corporativo en la Ley

de Sociedades, en particular en la reforma efectuada mediante la Ley 222 de 1995 en los que se puede identificar un propósito que aun no es explícito pero sí incompleto, de fortalecer el buen gobierno corporativo.

El primer desarrollo sobre el tema para el mercado de valores se halla en la expedición de la Resolución 275 de 2001 de la Superintendencia de Valores por la cual se dispuso que los fondos de pensiones debían atender como requisito para la conformación de sus portafolios, que los emisores de valores atendieran a principios de buen gobierno, contenidos en códigos de buenas

Tabla 3. Principios de buen gobierno corporativo de la OECD

PRINCIPIO	DETALLE
Principio general para los reguladores de valores	El marco regulatorio debe promover mercados transparentes y eficientes; ser consistente con la ley; y articular claramente la división de responsabilidades entre los diferentes supervisores, reguladores y demás autoridades.
Derechos de los accionistas	El marco regulatorio debe proteger y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas.
Trato igualitario a los accionistas	El marco regulatorio del gobierno corporativo debe asegurar un tratamiento equitativo a todos los accionistas, incluyendo los minoritarios y extranjeros. Todos los accionistas deben tener la oportunidad de obtener efectivo resarcimiento por la violación de sus derechos.
Papel de las partes interesadas en el gobierno corporativo (<i>stakeholders</i>)	El marco regulatorio debe reconocer los derechos de los <i>stakeholders</i> establecidos en la ley o a través de acuerdos, así como garantizar una activa cooperación entre las organizaciones y los <i>stakeholders</i> en la creación de riqueza y trabajo, y en empresas sostenibles y financieramente fuertes.
Revelación plena de información	El marco regulatorio debe asegurar una oportuna y adecuada revelación de información material acerca de las organizaciones, incluyendo la situación financiera, desempeño, propiedad y gobierno de las compañías.
Responsabilidad de las juntas directivas	El marco regulatorio debe asegurar la guía estratégica de la compañía, el efectivo monitoreo de la administración por la Junta, y la responsabilidad de la junta y de los accionistas.

Fuente: OECD 2004A.

prácticas aprobados por sus asambleas y reconocidos en sus estatutos. De esta forma, se optó por una visión de promoción del buen gobierno, dirigida por un requerimiento a inversionistas tan importantes como estos fondos que maneja una buena parte del ahorro pensional⁸, pero que era dispuesto por la regulación.

Posteriormente, dentro del objeto de crear un régimen para sociedades cotizadas o inscritas en el mercado público, y reconociendo que las normas para sociedades no reconocen la diferencia entre sociedades abiertas y cerradas, y que se requieren mayores estándares de desempeño para las primeras, lo que se impuso fue establecer en la ley de valores, la Ley 964 de 2005 Marco

del Mercado de Valores, una serie de aspectos que corresponden al buen gobierno corporativo, y que además se dirigen a la protección de los derechos de los inversionistas⁹.

Como se verá posteriormente, algunos de estos aspectos desarrollados en la Ley de Valores y relacionados con la protección de los inversionistas son: la posibilidad de los minoritarios de participar en las juntas directivas; el reconocimiento de los acuerdos de accionistas; la obligación a las juntas directivas de atender las peticiones de los minoritarios; el establecimiento de infracciones por el incumplimiento de deberes con los inversionistas, entre otros.

2.3 Principios de la regulación basada en riesgo.

Los principios de la regulación basada en riesgo se han realizado a partir de la experiencia principalmente del regulador británico (BLANCO, 2010), que a su vez correspondió a una respuesta a los efectos de la desregulación de los mercados financieros muy en boga en los años 1980, y sus efectos en desequilibrios del mercado que eventualmente llevaron a crisis sistémicas. De esta forma, se unificó la supervisión del sistema financiero inglés en la *Financial Service Authority*, a la vez que se dieron mayores competencias al Banco Central de Inglaterra especialmente en el monitoreo del riesgo de la actividad financiera.

La regulación basada en riesgo se basa en una estimación de la probabilidad de ocurrencia de un riesgo que se considera catastrófico, y del costo de los efectos en caso de que tal cosa suceda. De esta forma, se instruye a las entidades reguladas sobre la necesidad de identificar, medir, gestionar y controlar los riesgos de sus actividades de manera que no se llegue a tal umbral de riesgo, y el supervisor está atento a intervenir cuando vea que se está llegando a tal situación.

Ahora bien, en el caso de los mercados financieros tal control se evidencia también respecto de los riesgos de los clientes, siendo una de las mayores preocupaciones del regulador la protección de usuarios, ahorradores e inversionistas. Esto no solamente por las pérdidas potenciales que la ocurrencia de los riesgos pueda significar para dichos clientes, sino por los efectos que estas puedan tener en la confianza en los mercados y en su estabilidad.

Estos esquemas han sido aplicados principalmente en los países anglosajones, no

solamente para el control en los mercados financieros sino también para la gestión de los reguladores. La aplicación de los principios de regulación basada en riesgo en América Latina y en Colombia, son de reciente aparición, en forma explícita especialmente en Brasil y Chile, e indirectamente en Colombia especialmente por la forma como se ha organizado al supervisor financiero (Blanco, 2010).

Los principios de la regulación basada en riesgo son los siguientes:

Tabla 4. Principios de la regulación basada en riesgo

PRINCIPIO	DETALLE
Riesgo de confianza en el mercado (<i>Market Confidence Risk</i>)	Se produce cuando hay mal funcionamiento del mercado (falla de mercado) que lleva a la pérdida de confianza de los participantes, entre ellos los inversionistas.
Riesgo de entendimiento del público (<i>Public Understanding Risk</i>)	Tiene lugar por un mal entendimiento del público o comprensión inadecuada sobre los productos y servicios ofrecidos en el mercado.
Riesgo de mala asesoría (<i>Consumer Protection Risk</i>)	Se produce cuando hay deficiente información a los consumidores o mala asesoría a los clientes respecto de los riesgos que corren en el mercado.
Riesgo de crimen financiero (<i>Financial Crime Risk</i>)	Es el riesgo de utilización de las redes financieras para operaciones ilícitas tales como lavado de activos o financiación del terrorismo.

Fuente: Plan *The Firm Risk Assessment Framework* de la FSA, Gran Bretaña. EN: www.fsa.gov.uk

Estos principios pueden ser aplicables a la protección de los inversionistas de la siguiente manera: en primera instancia, con el fin de minimizar los riesgos de baja con-

fianza en el mercado y de desinformación de los consumidores, entre los cuales puede encontrarse a los inversionistas consumidores o no profesionales, se reitera la regulación de la obligación a los emisores y los agentes de reputación de divulgar la información de carácter material que requieren para la toma de decisiones. Igualmente, con el fin de manejar el riesgo de bajo o nulo entendimiento sobre el riesgo de los productos financieros ofrecidos en el mercado se plantea un aumento de los estándares de los agentes de reputación, esto es intermediarios y asesores de inversión, entre otros, así como de sus fuerzas de ventas.

En Colombia estos principios son seguidos en parte en la organización de la estructura de supervisión unificada del sistema financiero, incluyendo el mercado de valores.

3. DESARROLLO REGULATORIO DE LA PROTECCIÓN A LOS INVERSIONISTAS EN COLOMBIA

Ha sido tradicional que en la regulación del mercado de valores en Colombia se considere la protección de los inversionistas, tal como lo proponen los estándares internacionales de la IOSCO. Esta ha estado basada en el cumplimiento de requisitos de información que se suministra a los inversionistas y al mercado, y en las prácticas, conductas y elementos de control de los intermediarios del mercado que desarrollan actividades para terceros, incluidos aspectos de identificación y manejo del riesgo de sus actividades.

Respecto de la información, la regulación relativa ha sido considerada como piedra angular del desarrollo del mercado, que apuntala no solamente los objetivos de

confianza de los inversionistas y de mejor canalización de los recursos de ahorro hacia la inversión, sino también los del concepto de control objetivo de los emisores de valores, así como de seguimiento de los procesos de oferta pública de valores. La tendencia regulatoria del mercado ha estado signada por la alta importancia que se da a la información relevante o material, incluyendo los conceptos de calidad, suficiencia, oportunidad y completitud que debe tener la información suministrada a los inversionistas por los emisores de valores y otros agentes que hoy en día se denominan de reputación.

Igualmente, el alcance de los mayores estándares en materia de idoneidad, profesionalismo, solvencia y capacidad técnica y administrativa de los intermediarios, en particular de los que realizan operaciones para terceros, hace parte de las herramientas indispensables para el alcance de este objetivo de desarrollo. Esto además del especial cuidado que se tiene en la verificación del cumplimiento de los deberes y obligaciones de los intermediarios, incluyendo en los últimos años los relativos al control del riesgo de sus actividades y de los de sus clientes.

De otra parte, en la segunda parte de la década de los años 2000 si bien se ha venido desarrollando la Ley 964 de 2005 Marco del Mercado de Valores en lo concerniente a la protección de los inversionistas, la tendencia más notoria ha sido la de la protección del consumidor, uno de los elementos que preocupan en la regulación basada en riesgo. Sin embargo, dicha protección del consumidor se ha orientado al cliente del sistema bancario, a quien en cierta forma se le homogeniza con el inversionista consumidor del mercado de valores, sin considerar las significativas diferencias que existen entre uno y otro.

En cuanto al desarrollo de la Ley Marco, al inicio del período, a pesar del gran cúmulo de normas expedidas se observó un retraso si se quiere en la reglamentación de aspectos relativos a la protección del inversionista (BLANCO, 2007), al paso que en los últimos años se ha venido desarrollando con mayor énfasis regulación dirigida expresamente a este propósito.

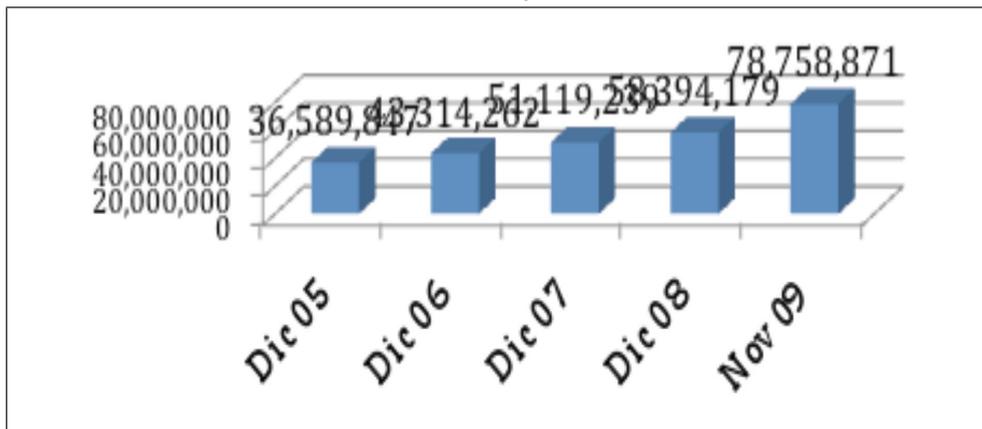
Es de anotar que a pesar de la importancia para el mercado de valores de los fondos de pensiones obligatorias y de cesantías, estos no están sujetos a la regulación del mercado sino a la de las entidades de tipo bancario establecido en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero. Por lo tanto, los suscriptores de los fondos no estarían amparados por las normas de protección a los inversionistas desarrolladas por la regulación de valores, aunque sí a la de protección al consumidor financiero en tanto clientes de entidades sujetas a vigilancia por la Superintendencia Financiera de Colombia¹⁰.

La importancia de los fondos de pensiones para el mercado de valores se ilustra en la gráfica 1.

Según la última información disponible, los afiliados a los fondos de pensiones obligatorias de ahorro individual y al sistema de prima media constituían el 70% de la población económicamente activa, en un claro progreso de la situación a 2005 cuando fueron el 61%. Sin embargo, solamente la mitad de los afiliados al sistema de ahorro individual y la tercera parte de los que aportan al sistema de prima media se mantienen activos (ASOBANCARIA, 2010:4).

De otro lado, respecto del papel del supervisor del mercado en la protección de los inversionistas, hasta 2004 fue función de la Superintendencia de Valores la promoción y desarrollo del mercado, en desarrollo de la cual se cumplió un amplio papel en la educación de inversionistas. Esto se realizaba mediante la elaboración de material de fácil acceso al público, primero impreso y luego electrónico; en la designación de personal para la atención de consultas; en la orga-

Gráfica 1. Valor de los fondos de pensiones obligatorias
Diciembre de 2005 a noviembre de 2009
Cifras en millones de pesos corrientes



nización de un centro de documentación y biblioteca; y en el apoyo a la realización de eventos y conferencias con participación del mercado para la explicación de los alcances de la regulación, entre otros instrumentos¹¹.

Es de anotar que la regulación del mercado de valores ha provenido de diversas fuentes normativas, que incluyen el Congreso de la República, la Sala General de la Superintendencia de Valores, el Superinten-

dente de Valores, la misma Superintendencia de Valores, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público y la Superintendencia Financiera de Colombia.

3.1 Período 1990-1999: las normas del mercado de valores para la protección de los inversionistas

Este período se inicia con un ajuste de la regulación del mercado de valores a lo pre-

Tabla 5. Fuentes normativas de la regulación para protección de inversionistas 1990-2010

PERÍODO	FUENTE NORMATIVA	PRINCIPALES NORMAS
1990-1999	Sala General de la Superintendencia de Valores	Resolución 400 de 1995: unifica las normas de la Sala. Se dicta en virtud de la Ley 35 de 1993 que da competencias de intervención del Gobierno nacional a la Sala General.
	Superintendente de Valores	Resolución 1200 de 1995: unifica las normas del Superintendente. Esto según lo dispuesto en la Ley 32 de 1979 que crea la Comisión Nacional de Valores y el Decreto 2739 de 1991 que establece competencias de regulación al Superintendente de Valores con concepto previo de la Sala General.
	Superintendencia de Valores	Circulares que instruyen a las entidades vigiladas y controladas sobre el cumplimiento de las resoluciones emitidas por la Sala y por el Superintendente.
	Ministerio de Hacienda y Crédito Público	Decreto 653 de 1993 Estatuto Orgánico del Mercado Público de Valores: establece los fondos de garantías de las bolsas de valores.
	Ministerio de Justicia y del Derecho	Decreto 2150 de 1995: establece el sistema de quejas ante la Superintendencia de Valores (supresión de trámites).
	Congreso de la República	Ley 446 de 1998: establece facultades a la Superintendencia de Valores para la protección de los derechos de los accionistas minoritarios.
2000-2005	Sala General de la Superintendencia de Valores	Dicta entre otras las resoluciones 70 de 2001 sobre carteras colectivas y 932 de 2001 sobre información relevante.
	Superintendente de Valores	Dicta las Resoluciones 138 de 2001 sobre sistema de control de riesgo de las sociedades comisionistas de bolsa y 116 de 2002 sobre prácticas ilegales, inseguras o no autorizadas de los emisores de valores. Ambas normas son modificatorias de la Resolución 1200.

PERÍODO	FUENTE NORMATIVA	PRINCIPALES NORMAS
2000-2005	Superintendencia de Valores	Emite la Resolución 275 de 2001 sobre gobierno corporativo en virtud de competencias otorgadas en la Ley 100 de 1993 de Seguridad Social. Dicta la Resolución 775 de 2001 sobre emisión de títulos hipotecarios en desarrollo de lo contemplado en la Ley 546 de 1999 de Financiamiento Hipotecario. Lo anterior además del desarrollo de su competencia en la instrucción a las entidades vigiladas y controladas mediante Circulares.
	Congreso de la República	Ley 640 de 2001. Los defensores del cliente de las instituciones financieras prestan servicios para la solución de conflictos que generen las relaciones de las entidades financieras con los clientes y usuarios. (Modificada por el Decreto 131 de 20003).
2006-2010	Ministerio de Hacienda y Crédito Público (mercado de valores)	Emite los decretos 3139 de 2006 sobre el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores SIMEV; 1802 de 2007 sobre operaciones precordadas; 2175 de 2007 sobre carteras colectivas; 1121 de 2008 sobre operaciones de intermediación de valores; y 4939 de 2009 sobre asesores de inversión, entre otros. Esto en desarrollo de lo previsto en la Ley 964 de 2005 Marco del Mercado de Valores.
	Superintendencia Financiera de Colombia (mercado de valores)	Resolución 2375 de 2006 sobre contenido de los prospectos de información para oferta pública de valores, en desarrollo de la competencia dada en la Resolución 400 de la Sala General. Circulares Externas 028 y 056 de 2008 sobre cumplimiento de la obligación de los emisores de valores de entregar informes sobre gobierno corporativo. Esto en virtud de lo dispuesto en la Ley 100 de 1993, la Ley 964 de 2005 y el Decreto 4327 de 2005. Circulares sobre el desarrollo del deber de información contenida en los prospectos.
	Ministerio de Hacienda y Crédito Público (sistema financiero-entidades vigiladas)	Decreto 4759 de 2005 sobre defensoría del cliente en desarrollo de lo previsto en la Ley 964 de 2005 Marco del Mercado de Valores; Decreto 4327 de 2005 sobre creación de la Dirección de Protección al Consumidor Financiero en la SFC.
	Superintendencia Financiera de Colombia (sistema financiero)	Circular Externa 15 de 2007 sobre procedimiento para quejas y reclamos. Esto en virtud de lo dispuesto en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero artículo 98 y en el decreto 4327 de 2005 sobre competencias de la Superintendencia Financiera de Colombia.
	Congreso de la República	Ley 1328 de 2009 de Reforma Financiera que regula lo concerniente a la protección del consumidor financiero.

Fuente: Régimen del Mercado Público de Valores; normativa del mercado de valores y del sistema financiero en www.superfinanciera.gov.co/normativa

visto en las reformas estructurales desarrolladas en el marco de la apertura de la economía a comienzos de los años 1990. De

esta forma, fueron emitidas normas sobre inversión extranjera de portafolio; previsión social; cesantías; cambios internacionales y

otras, que tuvieron importantes impactos en el mercado y en su regulación.

De esta forma, se presentó un desarrollo regulatorio para el mercado tendiente a su modernización, que tuvo como efecto la aparición de nuevos productos e instrumentos financieros emitidos en oferta pública, como es el caso de las acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto y los títulos en una gran diversidad de procesos de titularización, entre otros. Igualmente, las diversas reformas generaron nuevos y en algunos casos muy fuertes inversionistas, como es el caso de los fondos de pensiones de pensiones obligatorias, de cesantías, los fondos fiduciarios, los fondos de valores y los fondos voluntarios de pensiones.

Es de anotar que el desarrollo de las facultades de intervención del Estado contenidas en la Ley 35 de 1993 Marco del Sector Financiero correspondió a la Sala General de la Superintendencia de Valores, que unificó en la Resolución 400 de 1995 las normas emitidas previamente. Igualmente, fue expedida la Resolución 1200 de 1995 del Superintendente de Valores, que agrupó las normas establecidas en el marco de la competencia dada al Superintendente con concepto previo de la Sala General. Estas normas fueron desarrolladas mediante circulares externas de la Superintendencia de Valores.

Las principales normas de este período relativas a la protección de los inversionistas son las siguientes:

3.3.1. Divulgación plena de información material: en atención a lo previsto en el Estatuto Orgánico del Mercado Público de Valores¹² fueron unificadas en 1995 las normas establecidas por la Sala General de

la Superintendencia de Valores, que era el regulador del mercado.

En materia de protección a los inversionistas la Resolución 400 Sala desarrolló los dos tipos de instrumentos propuestos por IOSCO en esta materia, como son la divulgación plena de información material de las emisiones de valores, y la concesión de licencia a los intermediarios previa la acreditación de requisitos de idoneidad moral y profesional, capacidad técnica y administrativa y capital mínimo requerido.

Tal como ya estaba consagrado en la regulación, la Resolución 400 Sala adoptó el estándar internacional de entrega de información obligatoria para la inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios RNVI (artículo 1.1.1.1 y siguientes¹³) y la realización de la oferta pública en mercado primario (artículos 1.2.2.1 y siguientes¹⁴), entre otros: la entrega de información jurídica y económico-financiera, la elaboración de un prospecto de emisión y colocación que debía contener en forma obligatoria determinadas menciones relativas a las características de la emisión y del título que se iba a emitir, entre otros aspectos, así como un aviso de oferta pública que podía ser publicado previa la autorización expresa de la Superintendencia de Valores.

Igualmente, se estipuló la actualización del RNVI (artículos 1.1.3.1 y siguientes¹⁵) en tres instancias: la actualización anual del Registro, incluyendo la información previa y posterior a la asamblea, las notas a los estados financieros y el reporte del revisor fiscal, así como la información sobre el subyacente en los procesos de titularización, máximo el 1° de marzo del siguiente año; la transmisión electrónica trimestral de los estados financieros con corte a marzo, junio y septiembre máximo 30 días después del cierre respecti-

vo; y la entrega de información eventual, y la entrega de información eventual.

La responsabilidad por el envío oportuno de dicha información les correspondió a los representantes legales y revisores fiscales de los emisores de valores.

Es de anotar que las instrucciones para el envío de información de los emisores de valores en medio magnético (en *diskette*), en condiciones de calidad, oportunidad y suficiencia, estaban contenidas en la Circular Externa 7 de 1995 de la Superintendencia de Valores. Además, mediante la Circular Externa 2 de 1998, adicionada por la Circular Externa 11 del mismo año, dicha Superintendencia dio instrucciones básicas en materia contable y de suministro de información vía *modem* de estados financieros individuales y consolidados para emisores de valores.

3.1.2. Estándares para el Registro y actuación de los intermediarios:

3.1.2.1. Acceso al mercado de los intermediarios de valores: La Resolución 400 de la Sala General de la Superintendencia de Valores (artículos 1.1.6.1 y siguientes¹⁶) adoptó los estándares internacionales en la materia respecto de requisitos para la inscripción de intermediarios en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios RNV, tanto para personas naturales como para personas jurídicas. En general, tales requisitos correspondían a la acreditación de solvencia moral; capacidad económica, técnica y administrativa; y de las garantías establecidas por la Superintendencia de Valores, así como la actualización oportuna de la información financiera, de personal vinculado al desarrollo de las actividades, y de las sanciones impuestas por las bolsas de valores a los representantes legales, promo-

tores bursátiles o *traders*, y administradores, en el marco de la autorregulación¹⁷.

3.1.2.2. Estándares de conducta de los intermediarios de valores: La Resolución 1200 del Superintendente de Valores fue escrita con el objeto de recopilar las disposiciones emanadas del Superintendente de Valores, que en virtud de lo establecido en la Ley 32 de 1979 y el decreto 2739 de 1991 tenía competencias en lo relativo al estímulo, organización y regulación del mercado, y que se podían expedir con concepto previo de la Sala General. Aun cuando no se expresó un objetivo de protección de los inversionistas, si es posible decir que al establecer normas de conducta para las sociedades comisionistas de bolsa indirectamente estaba propendiendo por dicha protección, en tanto estipulaba principios de transparencia y lealtad con los clientes; obligaciones de revelación y entrega de información adecuada y de ejecución de las órdenes siguiendo un orden preestablecido; y la prohibición de actuar cuando se suscitara conflictos de interés, entre otros.

Precisamente con el fin de evitar los conflictos de interés y salvaguardar la confianza del público en el mercado, como norma general, se exigió que las sociedades comisionistas de bolsa establecieran estrictas normas de independencia entre la intermediación de valores y las demás actividades autorizadas, entre ellas la administración de portafolios de terceros o la administración de valores de clientes (artículo 1.1.3.5). De esta forma, se adaptó el principio internacional de independencia en el desarrollo de las actividades imponiendo 'murallas chinas' o 'murallas de fuego' que es como se les conoce.

Algunos de los puntos desarrollados por la Resolución 1200 que pueden asumirse

como de protección a los inversionistas son los siguientes:

3.1.2.2.1. Normas relativas a conflictos de interés e información privilegiada: dicha norma determinó principios orientadores en relación con conflictos de interés e información privilegiada, como son los de: transparencia de manera que fuera posible la apropiada formación de precios y la competencia; reserva o prohibición de revelación de información confidencial; utilización adecuada de la información por lo cual se prohibió el uso de información privilegiada; lealtad que significa obrar de manera íntegra, franca, leal y objetiva; profesionalismo por lo cual se debe obrar siempre con fundamento en información "seria, completa y objetiva"¹⁸ y en función de las necesidades del cliente; y de adecuación a la ley que exigía dar apropiado cumplimiento a los deberes de información, incluyendo la información a los clientes de situaciones sobrevinientes que puedan modificar sus decisiones (artículo 1.1.1.2).

Adicionalmente, la norma estableció que las sociedades comisionistas de bolsa debían cumplir precisas instrucciones relativas a la prohibición de actuar en situaciones en las que incurrieran en conflictos de interés, e informar a la Superintendencia de Valores sobre cualquier situación que suscitara tales conflictos, como era el caso de vinculaciones económicas, relaciones contractuales, y otras (artículo 1.1.4.1).

3.1.2.2.2. Deberes y obligaciones de las sociedades comisionistas de bolsa: de acuerdo con lo establecido en el artículo 7° de la Ley 45 de 1990 o Ley Financiera las sociedades comisionistas de bolsa tienen autorización para desarrollar, además del contrato de comisión, la colocación de emisiones; operaciones por cuenta propia

para dar liquidez al mercado y mantenerlo organizado, la administración de portafolios de terceros; la organización de fondos de valores; y otras. Los deberes y obligaciones relativas a estas actividades establecidas en la Resolución 1200 son:

3.1.2.2.2.1 Contrato de comisión: esta norma (artículos 1.1.3.1 y siguientes) estipuló los deberes y obligaciones de las sociedades comisionistas en punto al cumplimiento de sus actividades de contrato de comisión, entre otros: la revelación de información privilegiada o eventual; la reserva sobre información confidencial; la obtención de autorización expresa de los clientes para el desarrollo de las operaciones; la prohibición de realizar operaciones utilizando información privilegiada; la abstención de entregar información a terceros que no tuvieran derecho a recibirla; así como aconsejar o asesorar con base en dicha información; la prohibición de la ejecución de órdenes de los clientes desconociendo la prelación; e igualmente la ejecución de operaciones que significaran claro riesgo para los clientes¹⁹.

3.1.2.2.2.2 Operaciones en cuenta propia: para las operaciones en cuenta propia la norma estableció como deberes y obligaciones para las sociedades comisionistas de bolsa la prohibición de realizar operaciones sobre títulos emitidos, avalados, aceptados o cuya emisión fuera administrada por la matriz o sus filiales o subsidiarias, entre otras (artículo 1.1.3.2). En principio las sociedades comisionistas no podían contraponer los intereses de sus clientes con los propios en el desarrollo de estas operaciones.

3.1.2.2.2.3. Administración de fondos de valores: respecto de las actividades relativas a la administración de fondos de valores se estableció entre otros deberes y obligacio-

nes de las sociedades comisionistas de bolsa: la designación de personal exclusivo e independiente para la actividad; la prohibición de realizar operaciones con los valores del fondo en situación de conflictos de interés; e igualmente de realizar operaciones sobre el portafolio del fondo que no obedeciera a las políticas de inversión del mismo y a criterios de seguridad, rentabilidad y diversificación (artículo 1.1.3.3).

Normas relativas a campañas publicitarias: la Resolución 1200 estipuló la necesidad de obtener autorización para las campañas publicitarias, estableciendo como criterios generales la veracidad de la información de manera que no se indujera a error a los clientes, y se sustentara en forma técnica los servicios y productos ofrecidos; entre otros; el carácter verificable de la información; la exactitud de la información; la consideración de los alcances y limitaciones de la información a que legal y económicamente está sujeta la entidad; y la preservación de la buena fe y de la libre competencia (artículo 1.4.1.2 y siguientes).

3.1.3. Protección de los accionistas minoritarios: la ley 446 de 1998 estableció que cualquier número de accionistas que representara más del 10% de las acciones de una sociedad inscritas en el mercado de valores podría acudir a la Superintendencia de Valores cuando considerara que sus derechos habían sido lesionados directa o indirectamente por las decisiones de la asamblea general de accionistas, de la junta directiva o del representante legal de la sociedad. Una vez evaluados los hechos que habían dado lugar a la denuncia, la Superintendencia podía tomar las medidas tendientes a "evitar la violación de los derechos" y al "restable-

cimiento del equilibrio y el principio de igualdad de trato" entre los accionistas.

Para el trámite de estos asuntos la Superintendencia debería seguir el procedimiento establecido en el Código Contencioso Administrativo en lo que se refiere al ejercicio del derecho de petición en interés particular, así como en el Código Civil para el proceso verbal sumario para lo no incluido en el anterior.

Por último, la Ley 510 de 1999 de Reforma Financiera (artículo 52) estableció que para acudir en defensa de sus derechos ante la Superintendencia de Valores, los accionistas deben probar dentro de los siguientes dos meses a la reunión de asamblea en la cual se tomarían las decisiones que no estuvieran dirigidas al desarrollo y protección del interés social, que se avisó de tal hecho a la junta directiva y al representante legal y que treinta días después estos no habían tomado las medidas conducentes a verificar y/o corregir las irregularidades.

3.1.4. Sociedades calificadoras de valores: estas sociedades tenían como objeto la emisión de conceptos técnicos respecto de la probabilidad de atención oportuna de las obligaciones de reembolso de capital e intereses de las emisiones de títulos de deuda. Según lo dispuesto en la Resolución 400 (artículos 1.1.6.3 en adelante), estas calificadoras debían inscribirse en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios previo el cumplimiento de requisitos respecto de la idoneidad de sus socios, administradores y representantes legales; la capacidad de su estructura administrativa y técnica; entre otros.

3.1.5. Representante legal de los tenedores de bonos: esta figura que inicialmente

proviene de la regulación comercial fue incluida dentro de los requisitos para la emisión de los bonos ordinarios que nos trae la Resolución 400 Sala (artículo 1.2.4.8 en adelante). Su función es realizar todos los actos de administración y conservación necesarios para el ejercicio de los derechos de los tenedores de los bonos y la defensa de sus intereses comunes; representar a los tenedores de bonos en lo concerniente a su interés común y colectivo; canalizar la información del emisor y de la emisión a los inversionistas; e intervenir con voz pero sin voto en las reuniones de la asamblea de socios o accionistas del emisor, entre otros.

Las instrucciones para el cumplimiento de las obligaciones de los tenedores de bonos estaban contenidas en las Circulares Externas 15 de 1995 y 12 de 1998.

3.1.6. Fondos de garantías de las bolsas: el Decreto 653 de 1993 Estatuto Orgánico del Mercado Público de Valores: estipuló que los fondos de garantías constituidos por las bolsas de valores de acuerdo con la reglamentación de la Superintendencia de Valores, que adoptaran la forma de un contrato de fiducia mercantil, no estarían sujetos al límite de 20 años de duración previsto en el artículo 1230 numeral 3º del Código de Comercio.

Según lo dispuesto en la Resolución 1200 de 1995 del Superintendente de Valores las sociedades comisionistas de bolsa debían aportar recursos para la constitución de fondos de garantía en las bolsas de valores que permitiera el cumplimiento de las obligaciones de entrega y restitución de valores o dinero que los clientes hubieran entregado para el desarrollo del contrato de comisión o como clientes de los fondos de valores²⁰.

3.1.7. Sistema de quejas y reclamos en la Superintendencia de Valores: respecto de la resolución de derechos de petición, quejas y reclamos por parte de la Superintendencia de Valores el Decreto 2150 de 1995 MJD21 estableció, entre otras prohibiciones las de: exigir la comparecencia personal; pedir un requisito que debía ser exigido por mandato legal o reglamentario en un trámite o actuación anterior que ya hubiera sido surtido; y solicitar el cumplimiento de formalidades sin perjuicio de los requisitos que debieran cumplirse en cada caso.

Igualmente, fueron establecidos procedimientos para la resolución de derechos de petición y peticiones verbales, solicitudes, quejas y reclamos; los plazos para resolver consultas, peticiones y solicitudes; y las causales de no aceptación. Así mismo, se definieron las causales para rechazar las peticiones por improcedencia²².

3.2. Período 2000-2005: adicionalmente se introducen los principios de buen gobierno corporativo

Este período posterior a la crisis de finales de los años 1990 se caracterizó por una reafirmación del cumplimiento de los principios internacionales, ya no solamente de la IOSCO sino también los correspondientes al buen gobierno corporativo propuestos por la oecd. De esta forma, se propusieron diversos ajustes especialmente a las normas unificadas de la Sala General y del Superintendente de Valores; se introdujo el cumplimiento de códigos de buen gobierno por parte inicialmente de los emisores de valores y posteriormente de todos los participantes del mercado, y se presentó en 2001 un proyecto de ley marco del mercado de valores, que no alcanzó a culminar su proceso de

autorización por parte del Congreso de la República²³.

Las principales normas relativas al desarrollo del principio de protección a los inversionistas en este período correspondieron a la precisión respecto del alcance de la información relevante o material en la toma de decisiones por parte de los inversionistas; la aplicación de principios de gobierno, transparencia y rendición de cuentas, y manejo por experto prudente y diligente, entre otras, por parte de los administradores de las carteras colectivas administradas por entidades vigiladas por la Superintendencia de Valores; el desarrollo de los principios de buen gobierno corporativo por parte de las personas jurídicas emisoras de valores al mercado; y la organización de sistemas de cubrimiento de riesgos de los clientes y propios por parte de las sociedades comisionistas de bolsa, entre otras.

Es de anotar que la definición y alcances de las normas sobre oferta pública no tuvieron modificaciones estructurales, aunque sí hubo cambios en algunas normas puntuales como la titularización, con el objeto de ampliar la gama de productos financieros que podían ser ofrecidos a los inversionistas²⁴. Esto siempre bajo el principio de divulgación plena de información material al mercado y a los inversionistas.

Por último, se impulsó una reforma a la Superintendencia de Valores en la que se le eliminó la función de promoción y desarrollo del mercado²⁵. El entendimiento de tal eliminación dejó la educación de inversionistas por fuera del papel del supervisor.

Los principales cambios normativos en el período 2001-2005 que estuvieron relacionados con la protección de los inversionistas fueron los siguientes:

3.2.1. Ajuste a la definición de información relevante: el contenido de la Resolución 932 de 2001 Sala (artículo 1.1.3.426) constituye tal vez el cambio más importante en materia de transparencia y de divulgación de información, ya que en la definición de información eventual cambió el énfasis de la trascendencia de la información para los emisores y los valores emitidos, a la incidencia de la información relevante en la toma de decisiones para los inversionistas. En otras palabras, ya no se trataba simplemente de definir si un hecho o evento podía tener repercusiones en la valoración del emisor o en la determinación del precio del título emitido, sino que había que ponerse en el lugar del inversionista y preguntarse si dicha información podría cambiar su decisión de inversión.

De esta forma, se precisó que dicha información, que antes de la norma correspondía a hechos jurídicos, económicos o financieros del emisor, sus negocios o para la determinación de los precios de los valores, ahora debía ser entregada respecto de hechos significativos o situaciones extraordinarias del emisor que pudieran determinar la decisión de los inversionistas.

Por último, se adoptó el estándar internacional de entrega inmediata de la información, avanzando respecto de la situación anterior cuando se estipulaba que dicho plazo era máximo el día siguiente de su ocurrencia o conocimiento. A partir de esta norma la información debe actualizarse vía Internet, inmediatamente se produzca o se tenga conocimiento de ésta.

3.2.2. Regulación de las carteras colectivas de inversión: la Resolución 70 de 2001 Sala (artículos 2.4.1.1 en adelante) definió y reguló a los fondos de inversión y de valores,

vigilados por entidades sometidas a inspección y vigilancia de la Superintendencia de Valores, reconociendo principios de separación patrimonial entre los activos de los clientes y los del administrador; administración por experto prudente; y gobierno, transparencia y rendición de cuentas.

Igualmente, se estableció la calificación obligatoria de riesgo de crédito y mercado, así como operativo de los fondos; la aprobación de los respectivos reglamentos por parte de la Superintendencia; la realización de prospectos de información con la política de riesgo del fondo previo a la vinculación de los clientes; el seguimiento a las políticas de manejo del riesgo por parte de comités independientes en el gobierno de los fondos; la firma de contratos para la vinculación de los suscriptores; y la disposición de pólizas de seguros del cumplimiento de las obligaciones adquiridas por el fondo. Respecto de la información, se establecieron estándares mínimos de suministro de la misma disponiendo de portales de Internet, impresos y publicaciones en diarios de amplia circulación.

Es de anotar que en los portales de Internet se debía revelar diariamente el valor de la unidad y la rentabilidad del fondo. Igualmente se debía entregar periódicamente extractos con la información acerca del estado de las inversiones y la composición de los fondos, avanzando significativamente en materia de transparencia y rendición de cuentas frente a los inversionistas.

3.2.3. Desarrollo del buen gobierno corporativo: la principal modificación normativa a este respecto la constituye la Resolución 275 de 2001 Superintendencia de Valores emitida en desarrollo de lo previsto en el artículo 100 de la Ley 100 de 1993 de se-

guridad social que fue un antecedente a la implantación de un régimen de sociedades cotizadas para los emisores de valores. Además, en desarrollo de las competencias del Superintendente de Valores se estableció una serie de conductas de los emisores que fueron consideradas como prácticas ilegales, no autorizadas o inseguras.

Las instrucciones respecto de la vigencia de esta norma están contenidas en la Circular Externa 4 de 2001 de la Superintendencia de Valores.

3.2.3.1. El inicio de un régimen de sociedades cotizadas para los emisores de valores: la Resolución 275 de 2001 de la Superintendencia de Valores estipuló que los emisores de valores personas jurídicas interesadas en que los fondos de pensiones adquirieran dichos valores debían adoptar medidas específicas respecto de su gobierno, conducta e información, de manera que pudieran asegurar el respecto a los derechos de quienes adquirieran tales papeles. En tal sentido, uno de los requisitos de que debían tener en cuenta los fondos de pensiones en la conformación de sus portafolios era que los emisores de los papeles hubieran adoptado códigos de buen gobierno reconocidos en los respectivos estatutos, que debían incluir mecanismos de: evaluación y control de la actividad de la administración; divulgación de conflictos de interés; identificación y divulgación de los principales riesgos del emisor; elección del revisor fiscal; garantía de que los hallazgos del revisor fiscal fueran comunicados a los accionistas e inversionistas; implementación de sistemas de control interno; obtención por parte de los accionistas de las convocatorias a asamblea, así como de la respectiva información relevante; seguridad de tratamiento equitativo a todos los accionistas e inversionistas; y posibilidad

de reclamaciones respecto del cumplimiento del buen gobierno.

Es de anotar que aun cuando no se planteó la norma como una obligación a los emisores de valores de adoptar códigos de buen gobierno, en la práctica terminó siéndolo en la medida en que difícilmente un emisor podría salir al mercado sin el concurso de los fondos de pensiones, que eran los inversionistas que mayores recursos de inversión aportaban. De cualquier forma, se puso en evidencia el entendimiento de que la asunción de estos principios de buen gobierno iba constituía una ventaja por la ganancia en valor de las empresas (GUERRERO, 2001).

Igualmente, dichos códigos de buen gobierno debían contener mecanismos que permitieran el desarrollo de auditorías especializadas a solicitud de los accionistas e inversionistas²⁷.

De otro lado, se establecieron requisitos de divulgación de los mecanismos de gobierno de los emisores como era el caso de criterios y procedimientos de elección, de designación y responsabilidad de los representantes legales y ejecutivos y las políticas para su remuneración, los principales beneficiarios reales de las acciones de control, los criterios aplicables a las relaciones económicas entre el emisor y los mayoritarios y controlantes; los criterios aplicables a las negociaciones realizadas por los directores, administradores y funcionarios; los criterios de selección de los proveedores; los criterios de selección objetiva, remuneración e independencia del revisor fiscal y auditores; los criterios, políticas y procedimientos aplicables a la transparencia de la información a los accionistas e inversionistas; las normas sobre ética, sanciones y resolución de conflictos; los programas de difusión de derechos y obligaciones de los accionistas

e inversionistas y los mecanismos para la atención de sus derechos, incluyendo la implantación de una oficina de atención a inversionistas.

Además, la Resolución 275 de 2001 SV estableció estándares mínimos de información sobre los estados financieros y sobre su comportamiento empresarial y administrativo como fueron: divulgación de información completa y exacta sobre los aspectos esenciales del emisor incluyendo estados financieros; operaciones sobre acciones y otros valores; oportunidades y problemas en el desarrollo de su actividad; organización; entorno competitivo; y proyectos empresariales, incluyendo flujos de caja proyectados; garantías; valor de mercado; información relevante sobre riesgos; y políticas de administración e inversiones. Igualmente, debían entregar información oportuna, completa y exacta sobre condiciones personales y profesionales de los miembros de junta directiva, consejos directivos y órganos de control interno. Además, información sobre estructura, funcionamiento y mecanismos de recolección u suministro de información y sobre procedimientos empleados en el área de control interno; y las auditorías externas realizadas, frecuencia de las mismas, metodología y resultados.

3.2.3.2. Prácticas ilegales, no autorizadas o inseguras: mediante la Resolución 116 de 2002 Superintendente por la cual se modifica la Resolución 1200, se realiza un avance en materia del buen gobierno corporativo en la medida en que declara como prácticas ilegales, no autorizadas o inseguras algunas como incentivar, promover o sugerir a los accionistas el otorgamiento de poderes; actuar como apoderados de accionistas si se trata de representantes legales de los emisores, y otros; y si se tienen dichas designacio-

nes coordinar o sugerir con los accionistas o apoderados el sentido del voto, entre otras. Igualmente, se proponen medidas de corrección y saneamiento de tales conductas.

3.2.4. Aplicación de principios de revelación de información a nuevos valores: la Resolución 775 de 2001 de la Superintendencia de Valores, en desarrollo de lo previsto en la Ley 546 de 1999 de financiamiento hipotecario, estableció la obligación de suministrar a los inversionistas toda la información necesaria para el adecuado entendimiento de las características de los títulos hipotecarios, estructura de las emisiones y condiciones de las mismas, así como de las del emisor, en forma previa a la suscripción de los títulos. Igualmente, estipuló la disposición permanente de la información relativa al prospecto de colocación; el reglamento de emisión; la información de las universalidades subyacentes a los procesos de titularización; y cualquier otra información relativa a estos procesos, requerida para dar a los inversionistas claridad respecto de la inversión, el emisor, la estructura de la emisión y la administración de la misma. Esta información debía suministrarse simultáneamente por Internet y por impresos disponibles en las oficinas de atención al público establecidas por el emisor.

3.2.5. Normas de control de riesgo para las sociedades comisionistas de bolsa: mediante una norma modificatoria a la Resolución 1200 del Superintendente (artículo 3.7.1.1 y siguientes), la Resolución 138 de 2001 estableció el sistema de cubrimiento de riesgo de las comisionistas de bolsa con el objeto de proteger los activos de los clientes (valores o dinero), además de su propio patrimonio, según una estructura determinada

por la bolsa de valores. Dicha estructura estaba conformada por un sistema de control interno que permitiera identificar, medir, evaluar y manejar los riesgos derivados de sus actividades; la contratación de pólizas de seguros que incorporaran coberturas mínimas; y la organización de un fondo de garantías cuyo objeto exclusivo era responder a los clientes por el cumplimiento de las obligaciones de entrega y restitución de valores o dinero adquiridas mediante el contrato de comisión.

Es de anotar que el reglamento de dicho fondo debía contener el plazo y condiciones bajo las cuales se respondería a los clientes en caso de incumplimiento; las reglas de funcionamiento; los procedimientos de reclamación; los requisitos de ingreso y retiro del fondo de las firmas comisionistas; las cuotas de las firmas; las pólizas de seguros tomadas por el fondo; el régimen de inversiones y el procedimiento para el manejo de los riesgos operacionales.

3.2.6. Ley 964 de 2005 Marco del Mercado de Valores: esta ley es eminentemente garantista en la medida en que se relleva en gran medida la protección de los inversionistas, siguiendo estándares internacionales en la materia, como los de IOSCO y la OECD. Algunas de las manifestaciones de esta preocupación por los inversionistas, a quienes por primera vez se les reconoce explícitamente derechos, son:

3.2.6.1. Objetivo de la intervención del Estado: la Ley 964 de 2005 establece en su artículo 1º literal a) que es objetivo de la intervención la protección de los derechos de los inversionistas²⁸, adaptando el Principio I de IOSCO.

3.2.6.2. Criterios de la intervención del Estado: dentro de los criterios de la inter-

vención del Estado en el mercado de valores especificados en el artículo 1º literal b) se encuentran: la provisión de información oportuna, completa y exacta; y la garantía de que las operaciones realizadas en el mercado serán llevadas a su puntual y completa compensación y liquidación²⁹.

3.2.6.3. Actividades relevantes: dentro de las actividades del mercado de valores cobijadas por el ámbito de aplicación de la Ley Marco se encuentra la administración de activos de terceros, como son fondos de valores y de inversión, según lo estipula el artículo 3º.

3.2.6.4. Competencias del regulador: se establece en el artículo 4º que es competencia del Gobierno nacional como regulador definir las calidades de cliente inversionista y de inversionista profesional, teniendo en cuenta diversos criterios así como las reglas aplicables a sus relaciones con otros participantes en el mercado; solicitar a los intermediarios del mercado que suministren a los clientes la información necesaria para la toma de decisiones; dictar las normas relacionadas con el sistema de información del mercado; establecer las normas dirigidas a la divulgación de información que deben suministrar los agentes del mercado, así como las condiciones de acceso a la misma; y dictar las normas relacionadas con el gobierno corporativo de los participantes en el mercado, entre las que se encuentra las relativas a divulgación de información relevante, la protección de los derechos de los accionistas y su tratamiento equitativo; entre otras.

3.2.6.5. Estándares de idoneidad de los intermediarios del mercado: la Ley Marco establece en su artículo 7º parágrafo quinto que quienes realicen actividades de negociación de valores, administración de

activos o manejo de tesorerías o mesas de dinero deben cumplir con la aprobación de exámenes de idoneidad e inscribirse en el Registro Nacional de Agentes del Mercado y en el de Profesionales del Mercado según corresponda.

3.2.6.6. Irrevocabilidad y no oponibilidad de las operaciones con valores: se establece en el artículo 10 que las operaciones con valores aceptadas a compensación por el depósito de valores serán irrevocables y no habrá oponibilidad sobre ellas. Esto con el fin de garantizar el principio de *finality*³⁰.

3.2.6.7. Imposibilidad de establecer medidas cautelares: en el artículo 11 de la Ley 964 de 2005 se determina la imposibilidad de establecer medidas cautelares respecto de las garantías afectas a las operaciones hasta tanto no se complete el cumplimiento de las obligaciones derivadas de tales operaciones. Este punto va en el mismo sentido de garantizar el *finality* de las operaciones.

3.2.6.8. Régimen de sociedades cotizadas o inscritas: la Ley en los artículos 39 a 47 establece previsiones para las sociedades cotizadas que ha definido en el artículo 38 como: "las sociedades anónimas que tengan acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores". Estas previsiones, que desarrollan principios de buen gobierno corporativo, hacen referencia a la elección de miembros de junta directiva de modo que se permita la participación de los minoritarios; la obligación de las juntas de responder a las propuestas de los minoritarios; el contenido de los reglamentos de suscripción de acciones; el reconocimiento de los acuerdos de accionistas; la existencia de comités de auditoría; y la responsabilidad acerca del establecimiento y mante-

nimiento de sistemas para la revelación de información.

3.2.6.9. Régimen de infracciones y sanciones: en un avance notable en materia de integridad del mercado, y en desarrollo del principio de legalidad de las infracciones, el artículo 50 de la Ley 964 de 2005 literal b) establece las conductas contra el mercado que son infracciones, como son participar en cualquier forma en transacciones que falseen la competencia en el mercado afectando la libre formación de precios; manipular los precios o la liquidez de los valores; u obstaculizar en cualquier forma la libre concurrencia en el mercado³¹.

Igualmente, el literal d) de este mismo artículo establece como una infracción la contabilidad con errores que impida conocer la verdadera situación patrimonial del intermediario o las operaciones, y así mismo, la prohibición de uso de información privilegiada. Aun cuando los errores en la contabilidad no afectan directamente a los inversionistas, sí se llama la atención sobre la preocupación por el desarrollo de estándares de información adecuada al mercado.

Otras infracciones que también resaltan el objetivo de otorgar al mercado información según los más altos estándares son: el literal g) establece como infracción la no divulgación de información al mercado; el literal i) la publicidad engañosa; y el literal n) la divulgación de información falsa o engañosa.

Por último, el literal t) establece como infracción el incumplimiento de las normas de defensor del cliente. Aquí se observa ya una manifestación del desarrollo de normas de protección al consumidor financiero aplicables en el caso del mercado de valores.

En concordancia con lo anterior se establece como sanciones por la ocurrencia de

infracciones, dependiendo de la gravedad de la infracción, su reiteración, la negativa a colaborar con las autoridades, y otros criterios: la amonestación, la multa, la suspensión o inhabilitación hasta por cinco años; y la cancelación de la inscripción en el Registro, entre otras.

3.2.7. Separación patrimonial: el artículo 68 de la Ley Marco consagra de nuevo la separación patrimonial de los activos de los clientes con relación a los propios, en un claro propósito de protección de los inversionistas.

3.3 Período 2006-2010: ¿hacia la regulación basada en riesgo?

Este período corresponde al de la fusión del supervisor financiero en cabeza de la Superintendencia Financiera de Colombia, al tiempo que desaparece la Sala General y el regulador pasa a ser el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Los desarrollos normativos en este período se pueden dividir en dos categorías: los relativos propiamente a la protección de los inversionistas dentro de las normas del mercado de valores, y los que corresponden a la protección del consumidor financiero, una de las preocupaciones de la regulación basada en riesgo. Sin embargo, es de resaltar que las normas que mejor dan cuenta de la protección de los inversionistas son las propias del mercado de valores, y no las que se refieren a la protección del consumidor financiero.

En materia de protección a los inversionistas la regulación continuó con la tendencia previa a la atención de los estándares internacionales, y avanzó en algunos temas como son: la diferenciación entre inversio-

nistas profesionales y no profesionales; el establecimiento de condiciones de mayor asesoría y consejo frente a los inversionistas no profesionales; la extensión de los principios de gobierno, transparencia y rendición de cuentas, así como de manejo por experto prudente, entre otros, a los administradores de carteras colectivas fiduciarias; y la administración de riesgos de las actividades desarrolladas por los participantes del mercado.

Por el contrario, otras normas, aun cuando no representaron explícitamente un retroceso en materia de protección a los inversionistas, sí reflejan la intención del regulador de unificar la regulación 'bancarizando' si es del caso las normas del mercado. Un ejemplo de la regulación del mercado que da paso a las normas financieras es que los requisitos de ingreso al mercado de valores, que como se vio se pueden entender como un instrumento de protección a los inversionistas, ahora son los del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero.

Además, aunque la regulación respectiva tiene algunos antecedentes, desde 2003 se da una especial relevancia a la regulación de protección al consumidor financiero, si bien el énfasis es respecto de los clientes y usuarios del sector financiero bancario.

3.3.1. Normas del mercado para la protección de los inversionistas: El principal desarrollo en materia de protección a los inversionistas en este lapso corresponde a la reglamentación de la Ley Marco del mercado de valores, Ley 964 de 2005 de la siguiente forma:

3.3.1.1. Sistema de información del mercado: el Decreto 3139 de 2006 MHCP que modifica la Resolución 400 de la Sala General crea el Sistema Integral de Infor-

mación del Mercado de Valores simev como un conjunto de recursos humanos, técnicos y de gestión cuyo propósito es facilitar la divulgación de información al mercado. Se modifica la situación previa en la cual solamente existía un Registro, el de Valores e Intermediarios. El simev está compuesto por tres registros, uno de ellos relacionado con la oferta pública de valores, y los dos restantes con la actividad de intermediación de valores.

3.3.1.1.1. Registro Nacional de Valores y Emisores RNEV: el avance en esta materia es que en este Registro se inscribe, además de los valores que van a salir al mercado público, como ya se venía haciendo, a los emisores que deben cumplir con los requisitos y obligaciones necesarios para realizar oferta pública de valores en mercado primario o para realizar negociación de los mismos en mercado secundario. Es de anotar que estos requisitos se fundamentan en la entrega de información relevante (material), que está definida como aquella que sería tenida en cuenta por expertos prudentes y diligentes en su toma de decisiones o en el ejercicio de sus derechos políticos (Resolución 400 artículo 1.1.2.1832).

La información de los emisores de valores corresponde al cumplimiento de los requisitos de inscripción en el Registro, tales como la elaboración de un prospecto de información, aviso de oferta pública, folletos informativos y material publicitario, y la justificación del precio de los valores o los mecanismos para su determinación, entre otros. Esta información deberá ser actualizada cada año, y con igual periodicidad deberá remitirse la información de fin de ejercicio. Igualmente deberá entregarse como mínimo trimestralmente la información relativa a los estados financieros de períodos interme-

dios. Por último, la información relevante correspondiente a la situación: financiera y contable, jurídica, comercial y laboral, y de crisis empresarial, así como la de emisiones de valores, deberá ser reportada inmediatamente se produzca.

Es de anotar que la regulación para la entrega de información por parte de los emisores del sector financiero bancario, que tienen en algunos casos inscripción automática en el Registro, debe pasar por filtros adicionales, que no consultan principios de protección de los inversionistas sino que están en estrecha relación con los objetivos de estabilidad y solvencia del sistema financiero, según los criterios de supervisión prudencial de la Superintendencia Financiera de Colombia. Esto según lo estipulado en el Decreto 4327 de 2005 MHCP por el cual se estableció la estructura y funciones de dicha Superintendencia.

3.3.1.1.2. Información relevante al mercado: en desarrollo de lo anterior, atendiendo a lo establecido por la Sala General, la Resolución 2375 de 2006 de la Superintendencia Financiera de Colombia define las condiciones para los prospectos de información que deben entregar al mercado los emisores de valores, tanto en lo que se refiere a requisitos generales para realizar oferta pública en primer mercado, incluyendo información básica y adicional, como respecto de lo necesario para emitir cada uno de los tipos de papeles como son acciones, bonos, títulos en procesos de titularización, y otros. Igualmente, se establecen las condiciones simplificadas de información para realizar emisiones en segundo mercado.

3.3.1.1.3. Registro de Intermediarios (Agentes del Mercado y Profesionales del Mercado): con esta norma se eliminó el arbitraje regulatorio que existía entre las socie-

dades comisionistas de bolsa y los 'nuevos' intermediarios que surgieron con las reformas de finales de los años 199033, tales como las tesorerías de las entidades financieras y los administradores de carteras colectivas de inversión, entre otros. Este Registro está dividido en dos registros: el de Agentes del Mercado RNAM y el del Profesionales del Mercado RNPM.

En el RNAM se inscriben todos los participantes del mercado sujetos a inspección y vigilancia, esto es, los estipulados en el artículo 75 de la Ley 964 de 200534, entre otros. Entre sus requisitos está cumplir con lo establecido para la creación y autorización de sociedades en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, suministrar el nombre del oficial de cumplimiento de prevención y control de actividades delictivas, y determinar y divulgar al público la política general de cobro de tarifas.

En cuanto al RNPM, en este se deben inscribir las personas naturales que desempeñen actividades de intermediación de valores como operadores o *traders*, estructuradores, gestores de fondos colectivos o promotores. Este Registro debe permitir a la Superintendencia Financiera de Colombia elevar y controlar los estándares de los profesionales que deban inscribirse, así como facilitar la entrega al mercado de la información relativa a estos profesionales. Es de anotar que se prevé que los mismos se certifiquen respecto de su capacidad técnica, profesional y ética ante un organismo certificador, que puede ser el organismo autorregulador del mercado, que verificará los antecedentes personales, la formación académica y la trayectoria, así como la aprobación del examen de idoneidad profesional. Este proceso valdrá para la admisión ante dicho Autorregulador del Mercado.

3.3.1.2. Operaciones preacordadas: mediante el Decreto 1802 de 2007 MHCP que fue muy controvertida se regulan las operaciones preacordadas, considerando que las mismas limitan la concurrencia en el mercado de renta fija, a menos que la operación se realizara en un módulo de negociación con un tiempo mínimo de exposición definido en el respectivo reglamento, o tratándose de acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones, a menos que se informara con anticipación (de al menos 1 mes) por escrito a la Superintendencia Financiera de Colombia y a la Bolsa de Valores de Colombia de los elementos del acuerdo previo, entre otros.

3.3.1.3. Regulación de las carteras colectivas de inversión: el Decreto 2175 de 2007 que también modifica la Resolución 400 y regula las carteras colectivas de valores. Una de sus más importantes virtudes es que eliminó el arbitraje regulatorio entre los fondos administrados por sociedades fiduciarias (fondos comunes fiduciarios) que eran vigilados por la Superintendencia Bancaria, y los manejados por sociedades comisionistas de bolsa (fondos de valores) y por las sociedades administradoras de inversión (fondos de inversión) que estaban bajo la supervisión de la Superintendencia de Valores, estipulando una sola regulación que entre otras cosas está basada en reglas del mercado que gobernaban a los fondos de valores y de inversión ya establecida en la Resolución 400 Sala, y no en la estructura formal que tenía antes la regulación de los fondos fiduciarios³⁵.

Entre los principales aspectos contenidos en el Decreto 2175 de 2007 relativos a la protección de los inversionistas se encuentran:

3.3.1.3.1. Administración por experto prudente y diligente: establece que los administradores de las carteras colectivas deberán actuar de manera profesional, y con la diligencia que se exigiría a un experto prudente y diligente³⁶.

3.3.1.3.2. Administración según la política de inversión del fondo: determina que la administración de cada fondo se debe realizar de acuerdo con su política de inversión definida con anticipación a la vinculación de los suscriptores, la cual debe estar establecida de manera previa y clara en el reglamento respectivo y en el prospecto, y esta debe ser clara para el público.

3.3.1.3.3. Mejor ejecución de la cartera colectiva: se establece el deber de buscar las mejores condiciones posibles para los adherentes a la cartera colectiva teniendo en cuenta las características de las operaciones, la situación del mercado, los costos de oportunidad de mejorar los precios, y demás factores relevantes.

3.3.1.3.4. Definición de la política de inversión: se establece la obligación de determinar la política de inversión de la cartera colectiva en forma previa a la vinculación de los suscriptores, indicando que debe ser clara, y debe estar contenida en el reglamento y en el prospecto.

3.3.1.3.5. Transparencia y rendición de cuentas: se obliga a la transparencia o revelación de información por parte de los administradores, mediante página de Internet e informes escritos, y se establecen características de veracidad, imparcialidad, oportunidad, completitud, exactitud, pertinencia y utilidad a la información. Igualmente, se obliga a la rendición de cuentas ya que los inversionistas deben ser informados acerca de los aspectos inherentes a la cartera colectiva a través de: el reglamento, el pros-

pecto, la ficha técnica, el extracto de cuenta que debe ser entregado con la periodicidad establecida por la Superintendencia, y el informe de rendición de cuentas.

3.3.1.3.6. Manejo de conflictos de interés: la norma determina la obligación a los administradores de incluir en su gobierno corporativo las políticas y mecanismos para prevenir y manejar los conflictos de interés.

3.3.1.3.7. Órganos de administración: especifica que el comité de inversiones debe ser independiente de la sociedad administradora; y la asamblea de inversionistas tiene por función designar cuando lo considere conveniente un auditor externo; disponer que la administración le sea entregada a otra sociedad autorizada; decretar la liquidación si es del caso; y aprobar o improbar el proyecto de fusión con otra cartera colectiva; entre otras.

Cabe resaltar que la norma especifica que el supervisor puede cambiar la política de riesgo del fondo, retrocediendo desde la posición previa según la cual tal decisión correspondía solamente a la asamblea de suscriptores.

3.3.1.3.8. Calificación de las carteras colectivas: en este caso la norma disminuye el requerimiento respecto de la calificación de las carteras colectivas, al pasarlas de obligatorias como existía previamente en la Resolución 400 para los fondos de valores y de inversión, a voluntaria para todas las carteras colectivas.

3.3.1.4. Normas sobre intermediación de valores: el Decreto 1121 de 2008 MHCP que modificó la Resolución 400 estableció la regulación de intermediación de valores y deberes especiales frente a los inversionistas consumidores. Es así como define como inversionistas profesionales a aquellos in-

versionistas que cuenten con la experiencia y conocimientos necesarios para comprender, evaluar y gestionar adecuadamente los riesgos inherentes a cualquier decisión de inversión, y por defecto considera a los clientes inversionistas, no profesionales o consumidores como aquellos que no tengan la calidad de inversionista profesional.

Es claro que para esta diferenciación se consultó la experiencia internacional, en particular la europea contenida en la Directiva de Servicios e Instrumentos Financieros MIFID. En esta se propone la realización de un perfil de riesgo de los clientes, así como un test de idoneidad en el que se verifica conocimientos y experiencia, situación financiera y objetivos de la inversión, y de acuerdo con lo anterior se les clasifica en contrapartes elegibles, clientes profesionales y clientes minoristas, y se le ofrece productos complejos (derivados, contratos de margen, productos estructurados o fondos de capital privado), o productos no complejos (acciones cotizadas, valores de renta fija o fondos de inversión).

Es de anotar que con esta disposición se solucionó en forma definitiva el arbitraje regulatorio que existía entre las sociedades comisionistas de bolsa y los demás intermediarios del mercado, que apareció a fines de la década de 1990 cuando se cambió la definición de intermediación de valores y se permitió que los bancos y otras entidades financieras y los administradores de carteras colectivas de inversión fungieran como intermediarios en cuenta propia o para el manejo de los portafolios colectivos. Sin embargo, se conservó la exclusividad de las sociedades comisionistas y corredores de valores de realizar operaciones para terceros, mediante el contrato de comisión o el corretaje financiero.

Esta norma establece deberes para los intermediarios del mercado que directa o indirectamente propugnan por la protección de los inversionistas. De esta forma, es deber general de todos los intermediarios, y por supuesto de los que pueden realizar operaciones para terceros, proceder como experto prudente y diligente, y actuar con transparencia, honestidad, imparcialidad, idoneidad y profesionalismo, según las obligaciones correspondientes a cada actividad que desarrollen.

La norma también especifica deberes especiales como son:

3.3.1.4.1. Deber de información: esta debe ser objetiva, oportuna, completa, imparcial y clara, a lo que se suma que se debe entregar al cliente previo al inicio de la relación contractual, información sobre su naturaleza jurídica, las condiciones propias de las operaciones de intermediación, y las características generales de los valores, productos e instrumentos financieros ofrecidos;

3.3.1.4.2. Deberes frente a conflictos de interés: los intermediarios deben establecer y aplicar consistentemente principios, políticas y procedimientos aprobados por su junta o consejo directivo para la detección, prevención y manejo de conflictos de interés, los cuales debe incluir en códigos de buen gobierno aplicables a los funcionarios, empleados y directivos que realicen actividades de intermediación. Igualmente, consagra de nuevo el principio de las 'murallas de fuego'; la imposición de reglas y límites sobre operaciones con vinculadas; y los mecanismos y procedimientos para la realización de operaciones por cuenta propia; entre otros.

3.3.1.4.3. Deber de documentación: los intermediarios de valores que tengan auto-

rizado desarrollar operaciones para terceros (como es el caso de las sociedades comisionistas de bolsa) deben documentar en forma oportuna y adecuada las respectivas órdenes y las operaciones que realicen para su cumplimiento.

3.3.1.4.4. Deber de reserva: los intermediarios deben guardar reserva sobre las operaciones realizadas y sus resultados, excepto lo establecido en las normas vigentes. En tal sentido deben adoptar mecanismos incorporados en los códigos de buen gobierno para la protección de la confidencialidad de la información de sus clientes.

3.3.1.4.5. Deber de valoración: los intermediarios deben valorar al mercado (*mark to market*) todos los activos de sus clientes, incluyendo lo relativo a operaciones repos, simultáneas y transferencia temporal de valores, con la periodicidad que determine la Superintendencia Financiera de Colombia, y permitir que sus clientes consulten su portafolio con la última valoración.

3.3.1.4.6. Deber de mejor ejecución de las operaciones: las sociedades comisionistas³⁷ deben adoptar políticas y procedimientos para la ejecución de las operaciones, lo que debe propender por el mejor resultado posible para el cliente, según las respectivas instrucciones. Estas políticas deben ser informadas a los clientes y corresponder al tipo de cliente, su tamaño y otros criterios a juicio del intermediario. Se consagra también el principio de 'el cliente está primero', o en otras palabras, el deber de anteponer los intereses del cliente frente a los del intermediario.

Es de anotar que esta norma establece provisiones especiales respecto de los inversionistas no profesionales en tanto en la evaluación del mejor resultado posible se tiene en cuenta el precio o tasa de la ope-

ración, las condiciones del mercado, y los costos asociados a la misma.

Por último, este decreto 1121 de 2008 estipula que los intermediarios del mercado, en desarrollo del contrato de comisión y de corretaje de valores deben desarrollar una asesoría profesional con sus clientes inversionistas o no profesionales, de manera que deben brindar recomendaciones individualizadas que incluyan la explicación previa de los elementos relevantes de la operación; deben realizar un perfil de riesgo del cliente y actuar en consecuencia; informar a los clientes sobre su concepto acerca del riesgo de los productos; y dar la asesoría por intermedio de un profesional especializado debidamente certificado quien deberá estar vinculado laboralmente al intermediario. Igualmente, en las operaciones en el mercado mostrador los intermediarios deben otorgar a sus clientes inversionistas o no profesionales condiciones de mercado, así como informarlos de manera específica respecto de los elementos y características de las operaciones.

Por último, un tema relacionado es el que corresponde a la instrucción a los inversionistas. Es así como la Circular Externa 15 de 2006 ya había establecido la obligación a las sociedades comisionistas de bolsa de publicar en su página *web*, la *Guía del Inversionista Cuidadoso*, obligación extensible a la bolsa de valores.

3.3.1.5. Los asesores de inversión son intermediarios del mercado: el Decreto 4339 de 2009 MHCP equipara a los asesores de inversión con los intermediarios del mercado, de manera que estos agentes quedan sujetos a los mismos deberes y obligaciones respecto de los inversionistas. Igual sucede con el ofrecimiento de servicios orientados a negociar, tramitar, gestionar u ordenar

la realización de operaciones con valores. Esto excepto las funciones como gestor profesional especificadas en el Decreto 2175 de 2007 relativo a carteras colectivas de inversión.

3.3.1.6. Desarrollo del buen gobierno corporativo: las circulares 028 y 056 de 2008 SFC desarrollan lo referente al cumplimiento de los principios de buen gobierno corporativo por parte de los emisores de valores, estableciendo en primera instancia la obligatoriedad de todos los emisores de valores³⁸, de diligenciar y remitir a la Superintendencia la encuesta sobre la adopción de las recomendaciones del Código de Mejores Prácticas Corporativas de Colombia (Código País). Este Código adopta el principio internacional de cumpla o explique, que significa el cumplimiento voluntario del buen gobierno corporativo, explicando en el reporte obligatorio respectivo por qué no se ha cumplido cuando corresponda.

Es de anotar que las recomendaciones de buen gobierno contenidas en el Código País se clasifican en: asamblea general de accionistas; junta directiva; revelación de información financiera y no financiera; y solución de controversias. Igualmente, el emisor informará sobre cualquier aspecto adicional de interés.

La responsabilidad en el diligenciamiento de la encuesta corresponde al representante legal del emisor.

3.3.2. Normas de protección al consumidor financiero: según lo establecido en el Decreto 4327 de 2005 que decretó la fusión de la supervisión financiera se crea la Dirección de Protección al Consumidor Financiero en la Superintendencia Financiera de Colombia. De otro lado, la principal figura de protección que trae actualmente la regula-

ción financiera es la defensoría del cliente contenida en el artículo 98 numeral 4° del Decreto 663 de 1993 EOSF.

A pesar de que uno de los objetivos de la Superintendencia Financiera de Colombia es la protección del consumidor financiero, el desarrollo de los instrumentos diseñados con tal fin no incluye explícitamente al inversionista del mercado de valores. En efecto, tal objetivo se enuncia de la siguiente forma: "(c)onsolidar el esquema de atención de quejas, el cual debe generar alertas para la supervisión de las entidades. Supervisar las conductas (protección del consumidor) concentrándose en los procesos sensibles e importantes para el consumidor (tarifas, contratos, servicio, seguridad, información)"³⁹.

Sin embargo, la defensoría del cliente aplica a las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, entre ellas las sociedades comisionistas de bolsa, de manera que un inversionista del mercado en teoría tiene esta figura de protección de sus intereses.

3.3.2.1. Creación de la Dirección de Protección al Consumidor Financiero: mediante el Decreto 4327 de 2005 MCH se crea la Dirección de Protección al Consumidor Financiero dependiente del Despacho del Superintendente Financiero de Colombia⁴⁰. Es claro que la norma está pensada para el cliente o usuario del sistema bancario, en tanto que la Circular 7 Básica Jurídica resalta que se puede formular quejas por asuntos tales como: publicidad sobre costos y rendimientos de operaciones activas y pasivas; prácticas inseguras en tarjetas de crédito; desembolsos en créditos a través de cdt's y cdats; información de corresponsales no bancarios; financiación de vivienda a largo plazo; debida prestación del servicio

en operaciones de cambio; e instrucciones generales relacionadas con el sistema general de pensiones; entre otras⁴¹.

Igualmente, según la página *web* de la Superintendencia los asuntos que se manejan en esta área corresponderían a servicios del segmento bancario del sistema financiero como son: acceso a servicios financieros y su cobro; crédito; giros, remesas y operaciones de cambio; promoción y publicidad; operaciones por medios electrónicos (terminales, cajeros automáticos y otros); reporte a centrales de riesgo; y cuentas de ahorro, entre otros.

Ninguno de estos casos, excepto tangencialmente el primero de los mencionados, sería para la protección de los inversionistas consumidores o no profesionales. No existe de hecho una guía para asuntos que tengan que ver con las actividades del mercado de valores, excepto en la presentación que suministra la Superintendencia en la que se indica que en los casos en los que estén involucrados intermediarios de valores, las quejas deben remitirse al respectivo Delegado para Intermediarios de Valores y demás Entidades Vigiladas.

Sin embargo, en la misma sección, dentro de lo relacionado con educación de inversionistas, se encuentra de manera amplia presentaciones que dan cuenta de definiciones y funcionamiento del mercado de valores, además de recomendaciones a los inversionistas respecto a su comportamiento y relaciones con los agentes del mercado, entre otras. De esta forma, se estaría remitiendo a los inversionistas a las normas del mercado de valores.

3.3.2.2. El defensor del cliente financiero: mediante el Decreto 690 de 2003 MHCP que reglamentó lo contenido en el artículo 98 numeral 4° del Estatuto Orgánico del Sis-

tema Financiero, se estableció la defensoría del cliente en las entidades vigiladas por antigua Superintendencia Bancaria, a lo que se agrega en igual sentido lo dispuesto en el Decreto 4759 de 2005 mhcp que desarrolló el inciso 5° del artículo 22 de la Ley 964 de 2005 respecto de las entidades vigiladas por la antigua Superintendencia de Valores. Por su parte, la Circular 15 de 2007 de la Superintendencia Financiera de Colombia trató el tema en lo concerniente a las competencias de dicha entidad⁴².

Es de anotar que la norma del defensor del cliente para el mercado de valores tiene como antecedente lo contenido en la Ley 640 de 2001 que ya habían establecido que los defensores del cliente de las entidades financieras continuarían prestando los servicios para la solución de los conflictos generados en las relaciones bancarias y financieras de los clientes o usuarios y las entidades del sector financiero.

Según esta regulación del defensor del cliente, los usuarios del sistema financiero pueden establecer quejas y reclamos por la actuación de los intermediarios, bien sea frente al mismo intermediario o al defensor, los cuales deben ser resueltos por las respectivas entidades. En caso de que considere que la entidad vigilada no le ha prestado el servicio en forma adecuada, o que está desconociendo una norma que la rige, puede comunicar su queja a la Superintendencia Financiera de Colombia.

Al respecto, de todas formas no es la Superintendencia la que les resuelve la queja, sino que dicha entidad traslada las comunicaciones a las entidades vigiladas para que sean estas las que respondan a los clientes. De cualquier forma, la Superintendencia puede solicitar información adicional a las

entidades, y si es del caso abrir investigación para verificar la ocurrencia de infracciones.

Es de anotar que las normas de defensor del cliente fueron modificadas por la Ley 1328 de 2009, que reiteró la posibilidad del defensor del cliente de actuar como conciliador⁴³. La Ley 1328 de 2009 está pendiente de reglamentación.

Esta Ley estableció obligaciones precisas a las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia en materia de protección al consumidor financiero, entre otras: contar con un sistema de protección al consumidor financiero; propender por la educación financiera; y suministrar información transparente y comprensible respecto del defensor del cliente; atender y dar respuesta oportuna a las solicitudes, quejas o reclamos de los clientes.

Respecto de la utilidad de las figuras de protección del consumidor a la protección de los inversionistas, no se cree que realicen un aporte significativo por las razones que se especifican a continuación. Por el contrario, lo se estaría haciendo es 'distrayendo' el verdadero objetivo de protección de los inversionistas generando un alejamiento de los clientes con sus intermediarios, y aumentando los costos para todos los involucrados⁴⁴.

En primera instancia, visto desde la protección de los inversionistas en el mercado de valores, la regulación respecto del defensor del cliente resulta más formal que material, dado que privilegia el procedimiento para la atención de la queja por sobre los deberes de debida asesoría, y entrega de información y consejo, que corresponden a las sociedades comisionistas de bolsa, los administradores de carteras colectivas y otros intermediarios que tengas autorizado realizar operaciones para terceros.

Es así como el procedimiento de quejas contiene un buen número de pasos y tiempos como son⁴⁵: entrega de la queja al defensor del cliente quien tiene dos caminos a seguir: si el tema es de interés general debe enviarlo a la Superintendencia Financiera de Colombia, y si no lo es evalúa su competencia para conocer del caso, de manera que puede negar la admisión; el defensor tiene un plazo de 5 días hábiles para decidir si decide admitir la queja; si faltan datos el defensor la envía a la entidad que tiene 15 días hábiles de plazo para responder, que se pueden ampliar por 5 días hábiles en caso de requerir información de terceros; una vez recibida la respuesta de la entidad el defensor tiene 5 días hábiles para resolver la admisión de la queja; y posteriormente la entidad tiene 15 días hábiles para responder al cliente, que podrá ampliar en 5 días hábiles cuando necesite información de terceros.

De esta forma, en el lapso más largo se estaría hablando de un tiempo de 50 días hábiles sin que esté garantizado que la queja sea resuelta a satisfacción del usuario.

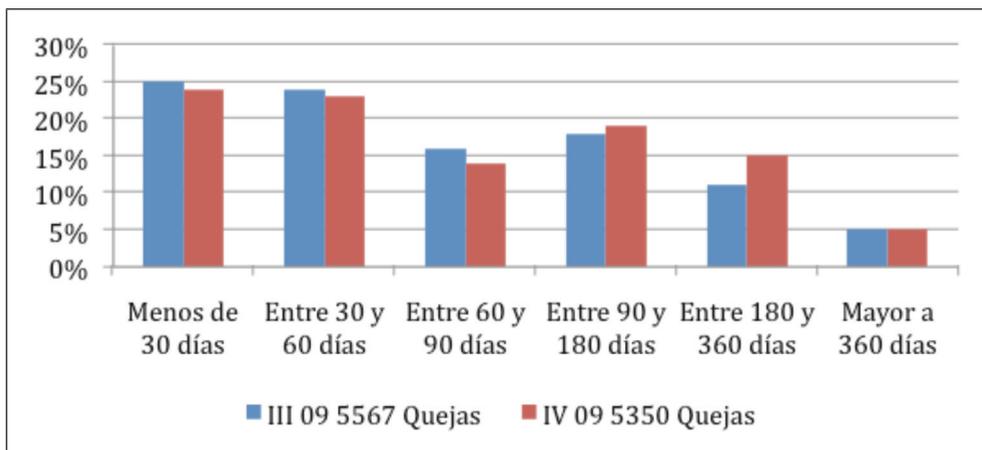
Ahora bien, en caso de que la queja sea enviada a la Superintendencia Financiera de Colombia, no existe un plazo establecido para la respuesta ya que esta depende de la complejidad del caso⁴⁶.

De todas maneras, el cliente a quien se le haya inadmitido una queja puede acudir ante las autoridades administrativas o judiciales competentes. Esto le implicará de todas maneras meses o años de espera por una respuesta a sus pretensiones.

En segundo término, en la regulación sobre defensor del cliente no hay un reconocimiento de las diferencias respecto de la asunción del riesgo por parte de un ahorrador del sistema bancario y un inversionista del mercado de valores. Es así como en el primer caso, es el banco o intermediario financiero el que asume el riesgo de crédito, en tanto que en el mercado de valores este le corresponde directamente al inversionista.

Por el contrario, en caso de que la figura de defensor del cliente se fuera a aplicar para los inversionistas, aleja al cliente del intermediario de valores en tanto propone un

Gráfica 2. Tiempo de resolución de quejas presentadas a la SFC
III Y IV trimestre de 2009



Fuente. Superintendencia Financiera de Colombia www.superfinanciera.gov.co/quejas

paso adicional en la resolución de las quejas, reclamos o peticiones de los inversionistas. Esto pondría en segundo plano el alcance de lo verdaderamente importante que es el resultado de la gestión realizada en el mercado en nombre del cliente.

En tercer lugar, la institución del defensor del cliente tampoco distingue entre un inversionista profesional que puede buscar y analizar la información y evaluar por sí mismo su riesgo, y un inversionista consumidor o no profesional que requiere de mayores estándares de consejo y asesoría⁴⁷. Es claro que el que requeriría de protección es el inversionista no profesional, en tanto no cuenta con los mecanismos y herramientas para la evaluación de su riesgo, y por lo tanto está en desventaja teórica en la relación con su intermediario o asesor.

En cuarto término, respecto de las sanciones, la última reforma financiera, Ley 1328 de 2009, declara en su artículo 21 como infracción el incumplimiento del régimen de protección al consumidor financiero. Pero en esto tampoco se observa un avance significativo respecto de la situación previa en relación con los inversionistas en general y no profesionales en particular, cuando ya constituían infracción actuaciones como el incumplimiento de los deberes y obligaciones de los intermediarios del mercado en desarrollo del contrato de comisión, entre estos: no realizar las órdenes en la prelación indicada; entregar información incompleta; prestación de mala asesoría; actuación en caso de conflicto de interés; violación del deber de reserva; y otros entre los relacionados con la protección de los inversionistas, lo que se suma a la realización de operaciones no representativas del mercado.

En quinto lugar, una evaluación beneficio/costo no dejaría bien librada la figura,

si se considera que la defensoría del cliente viene a sumarse a los ya múltiples costos que tienen los intermediarios del mercado en el desarrollo de sus operaciones, dispuestos en diversas normas, como son los siguientes: atención del código de conducta o código de buen gobierno; mantenimiento de estructura que atienda a la capacidad técnica y administrativa requerida, incluyendo las 'murallas de fuego' y la separación de activos de sus clientes, entre otros; acreditación y permanencia del capital regulatorio requerido; desarrollo del sistema de administración de riesgo (control interno, pólizas de seguros y fondo de garantías); designación del contralor normativo; elección de revisor fiscal y realización de auditorías; establecimiento del sistema de prevención y control de actividades delictivas (riesgo de utilización de las redes para lavado de activos), y registro ante la Superintendencia y ante el Autorregulador del Mercado, que incluye no solamente el pago de las tarifas correspondientes, sino también el envío de información periódica.

De otra parte, las instituciones de protección de los consumidores financieros no resuelven un problema bastante importante y es el de la oportunidad en la atención de las reclamaciones de los inversionistas cuando la misma pudiera conducir al resarcimiento de perjuicios. A este respecto, los estándares internacionales del mercado de valores, que coinciden con los principios de buen gobierno corporativo en esta materia establecen instancias para la rápida atención de las reclamaciones, incluidos las restituciones a los inversionistas o el reconocimiento de daños por parte de quienes los causaron.

Al respecto, dado que en Colombia tales instancias para la atención de las reclama-

ciones de los inversionistas no existen o no son funcionales, debe acudir a la justicia ordinaria, que puede demorar meses y hasta años en dar respuesta, con los costos que esto puede acarrear a los inversionistas y al mercado. De hecho, la Superintendencia anuncia en su página *web* que no tiene competencia para resolver casos en los cuales deba pagarse una indemnización u ordenar la devolución de dineros, o cuando se trate de conflictos en las relaciones contractuales. En estos casos les corresponde resolver a los jueces de la República previa una demanda por parte de los afectados.

La solución que se ha planteado en estos casos de tiempo atrás es la implantación de una justicia comercial, o de tribunales especializados de comercio, en los que actúen jueces comerciales que cuenten con instrumentos que les permitan una rápida actuación y decisión cuando haya reclamaciones por parte de los inversionistas.

Precisamente en el sentido de crear una instancia de justicia especializada en la resolución de conflictos con los inversionistas y la atención de sus reclamaciones en forma oportuna y efectiva, se realizó una propuesta en el Proyecto de ley 108 de 2001 Cámara de Representantes, proyecto que no completó las instancias de aprobación por parte del Congreso de la República⁴⁸.

Un último tema que conviene evaluar es que corresponde a la educación del consumidor financiero y en particular de los inversionistas. Es claro que entre mayor sea esta educación y cultura financiera menor debería ser el nivel de protección por parte del Estado, dado que un mayor conocimiento respecto de los productos y servicios financieros ofrecidos en el primer caso, y del riesgo de las inversiones en el segundo,

llevarán a mayor confianza y a mejores decisiones por parte del público.

En tal caso es importante evaluar la conveniencia de reinstalar en la Superintendencia Financiera de Colombia una función como la que desempeñó en su momento la Superintendencia de Valores respecto de la promoción del mercado, lo que en todo caso no es extraño en los organismos de regulación y supervisión que cuentan con instancias físicas y virtuales para la atención de políticas en este sentido. Con miras a un mejor uso de los recursos sociales y en aras del desarrollo del mercado es necesario remitirse a la definición de la educación de inversionistas como un bien público, esto es que no tiene características de rivalidad o exclusión.

5. CONCLUSIONES

La protección de los inversionistas es una condición para la confianza en el mercado de valores y por ende para su desarrollo y el de la economía. Esto en tanto son los inversionistas los que aportan los recursos para el desarrollo de proyectos productivos en el largo plazo ya que están dispuestos a correr riesgos acordes con su naturaleza y de esta manera a movilizar el ahorro macroeconómico.

Con esta perspectiva, en este artículo se realizó un seguimiento a la regulación expedida para la protección de los inversionistas en tres períodos: entre 1990 y 1999 o sea entre las reformas correspondientes al cambio de modelo de desarrollo a principios de la mencionada década y la crisis financiera de fin de siglo; entre 2000 y 2005 que corresponde al período que va hasta la fusión del supervisor financiero y la desaparición del

regulador del mercado de valores; y entre 2006 y la actualidad, marzo de 2010.

Dicha evaluación arrojó como resultado que la regulación para la protección de los inversionistas ha venido asumiendo en forma incremental los estándares internacionales de tres tipos: los propuestos por la IOSCO en todo el período analizado que se pueden llamar los estándares del mercado; los de la oecd a partir de 2001 tendientes a la implantación del buen gobierno corporativo; y los correspondientes a la regulación basada en riesgo en particular en lo que corresponde a la protección de los consumidores desde 2006.

En primer término, es claro que en todo el lapso de tiempo estudiado fueron seguidos los estándares propuestos por la IOSCO a los reguladores de valores, en materia de protección a los inversionistas, al principio de manera tácita y en el último período en forma explícita. Esta regulación se ha dado en dos instancias: la primera, respecto de las condiciones para otorgar al mercado información relevante para la toma de decisiones responsables, dentro de principios de libertad de elección y garantía de los derechos de propiedad; y la segunda, relativa a aquellos requisitos de acceso y permanencia de los intermediarios de valores que realizan actividades para terceros.

Respecto de la información al mercado, esta ha 'evolucionado' hacia el concepto internacional de información material, que como ha sido definida en el último de los períodos analizados es aquella que corresponde a la que tendría en cuenta un inversionista prudente y diligente en su toma de decisiones respecto de adquirir, mantener o liquidar una inversión o ejercer sus derechos políticos si a esto hay lugar. Esta información debe ser entregada en primera

instancia por los emisores de valores, pero también por los agentes de reputación como los asesores de inversión, y por supuesto por las sociedades comisionistas de bolsa y otros agentes que pueden desarrollar actividades para terceros.

Sobre los estándares de acceso al mercado y actuación de los intermediarios, estos corresponden a los del mercado en materia de idoneidad moral y profesional, capacidad técnica y administrativa y acreditación de capital regulatorio, esto hasta 2006 cuando la regulación viró hacia los requisitos definidos para las entidades financieras. Además, a partir de dicho año la regulación refuerza los deberes y obligaciones de los intermediarios, unificando la regulación para todos los agentes que realizan intermediación de valores, e refuerza los instrumentos tendientes a incrementar los estándares de los vinculados con las actividades de intermediación, al crear el Registro de Profesionales del Mercado y equiparar a los asesores de inversión con los intermediarios.

Dentro de las normas del mercado se crean otros instrumentos que contribuyen teóricamente a la protección de los inversionistas como es el caso de los fondos de garantía de las bolsas; el sistema de cubrimiento de riesgos de las sociedades comisionistas de bolsa; y las sociedades calificadoras de valores; entre otras. Igualmente, en 2008 se realiza la diferenciación entre inversionista profesional y no profesional, reconociendo la diferencia de tratamiento que deben tener y la necesidad de mayor protección en el segundo caso.

En segundo término, a partir de 2001 se introduce al mercado el concepto de buen gobierno corporativo, desarrollando herramientas de protección a los inversionistas, en especial los no profesionales, a

ser aplicadas inicialmente por los emisores de valores y luego por todos los participantes, entre ellos los intermediarios del mercado. Así, se genera un inicio de régimen de sociedades cotizadas, que se consolidó bastante en la Ley 964 de 2005 Marco del Mercado de Valores y en la reglamentación de la misma, y de otro lado, se estableció la obligación a los intermediarios de valores y a los administradores de carteras colectivas, entre otros, de hacer el seguimiento a estos principios.

De esta forma, la protección de los inversionistas en clave de buen gobierno corporativo se puede ver de la siguiente forma: por el respeto a los derechos de los accionistas y demás interesados en la sociedad u organización, como los inversionistas, entre otros *stakeholders*; por la obligación de información por parte de los emisores y otros agentes acerca de las condiciones del emisor y de su inversión, por la posibilidad de los accionistas minoritarios de participar en las juntas directivas, y de ver atendidas sus inquietudes por parte de las mismas; por el reconocimiento de los acuerdos de accionistas; por la identificación y divulgación de conflictos de interés y de los principales riesgos del emisor; por la garantía de que los hallazgos del revisor fiscal serán comunicados a los accionistas e inversionistas; por la obtención por parte de los accionistas de las convocatorias a asamblea, así como de la respectiva información relevante; por la seguridad de tratamiento equitativo a todos los accionistas e inversionistas; y por la posibilidad de convocar auditorías y conocer sus resultados, entre otros.

En tercer término, a partir de 2006 se da un viraje dado que se elimina al regulador del mercado, la Sala General, para pasar las facultades de intervención al Ministerio de

Hacienda y Crédito Público, y se unifica al supervisor en cabeza de la Superintendencia Financiera de Colombia. En este período se introducen conceptos de regulación basada en riesgo, que en alguna medida se basan en la protección de los consumidores.

En desarrollo de la misma, se crea una Dirección de Protección al Consumidor Financiero en la Superintendencia, y se regula al defensor del cliente. Sin embargo esta última figura no realiza un aporte mayor a la protección de los inversionistas dado que: distrae de los verdaderos resultados de las gestiones encargadas por los clientes al concentrarse más en lo formal que en lo material y 'alejar' al cliente de su intermediario; no reconoce las diferencias entre los ahorradores bancarios e inversionistas del mercado, ni entre los inversionistas profesionales y los consumidores; y no resulta mejor en materia de sanciones a las normas previas del mercado. Así mismo, genera costos adicionales a los participantes del mercado, que se suman a: código de buen gobierno; estructura que atienda a la capacidad técnica y administrativa requerida; acreditación y permanencia del capital regulatorio; sistema de administración de riesgo; contralor normativo; revisor fiscal y auditorías; sistema de prevención y control de actividades delictivas; y registro ante la Superintendencia y ante el Autorregulador del Mercado.

Por último, tres reflexiones. La primera se refiere a la necesidad de reconsiderar la exclusión de los suscriptores de los fondos de pensiones obligatorias de las normas del mercado de valores, dado por un lado la posición de desigualdad en que quedan estos inversionistas, y de otro por la importancia que dichos fondos tienen en el desarrollo de las negociaciones de valores; la segunda

es que a pesar del cúmulo de normas del mercado, de buen gobierno o de riesgo que buscan la protección de los inversionistas, un tema que queda en deuda es el que corresponde a lo que se podría denominar la dimensión 'civil' de dicha protección, por cuanto no se plantea una solución eficaz y oportuna a aquellos casos en los que pueda haber lugar a resarcimiento de perjuicios, lo que podría resolverse con la instalación de tribunales dentro de una justicia comercial especializada; y la tercera se refiere a que es claro que entre más capacitados estén los inversionistas se requeriría menos esfuerzo desde lo público para su protección, por lo que conviene evaluar el papel que la intervención del Estado está teniendo en dicha educación de inversionistas, y considerar si esta debería tratarse más bien como un bien público.

BIBLIOGRAFÍA

- Asociación Bancaria y de Instituciones Financieras Asobancaria (2010). *El problema de las pensiones en Colombia*. En: Semana Económica n.º 746 marzo 29 de 2010. En: www.asbancaria.org.co. Consulta abril 5 de 2010.
- AYALA, JOSÉ (1989). *Mercado, Elección Pública e Instituciones. Una revisión de las Teorías Modernas del Estado*. México: UNAM, 1989.
- BLANCO, CONSTANZA y JORGE CASTAÑO, *La Nueva Ley del Mercado de Valores: Manifestación del Derecho Regulatorio*. En: Revista Contexto n.º 20. Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2007, pp. 7-36.
- BLANCO, CONSTANZA (2010). *Gobierno corporativo: el desarrollo de los terceros mercados*. Presentación en ppt para los estudiantes de la Especialización en Finanzas de la Universidad Externado de Colombia.
- (2008) *Regulación basada en riesgo: ¿herramienta para la protección de los inversionistas consumidores?* En: Derecho Internacional de los Negocios. Alcances. Tomo III. Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2010. pp. 911-136.
- (2007). *Seguimiento al marco institucional del mercado de valores en Colombia*. En: Revista Contexto n.º 23, Tercer Trimestre de 2007. Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2007, pp. 29 a 60.
- Congreso de la República. *Ley 446 de 1998 sobre descongestión, eficiencia y acceso a la justicia*.
- *Ley 640 de 2001 sobre conciliación*.
- *Ley 35 de 1993 Marco del Sistema Financiero*.
- *Ley 964 de 2005 Marco del Mercado de Valores*.
- *Ley 1328 de 2009 de Reforma Financiera*.
- Financial Service Authority (2000). *The Firm Risk Assessment Framework*. En: www.fsa.gov.uk. Consulta: marzo 31 de 2010.
- GALBRAITH, JOHN K. (1955). *El Crac del 29*. Traducción de Ángel Abad del original en inglés *The Great Crash 1929*. Tercera edición revisada. Barcelona: Ariel, 1983.
- GUERRERO, MARÍA FERNANDA y JAIME E. SANTOS (2001). *¿Modelos de Buen Gobierno Corporativo como presupuesto para imprimir valor a los accionistas? Una aproximación al tema a propósito de la Resolución 275 de 2001 de la Superintendencia de Valores*. Monografía n.º 1, Bogotá: ICOLDA - CASA, 2001.
- International Organization of Securities Commission IOSCO (2003) *Principles and Objectives of Securities Regulation*. Up date. Document 125, 2003. En: www.iosco.org. Consulta: marzo 30 de 2010.
- (2007). *Guidance to Emerging Markets Regulators Regarding Capital Adequacy Requirements for Financial Intermediaries*. 2007. En: www.iosco.org. Consulta: marzo 30 de 2010.
- LÓPEZ ROCA, LUIS FERNANDO (2005). *Aspectos de Supervisión en el Sector de Sociedades y Sector Real*. En: Supervisión y Control ¿Colapso del

- Modelo? pp. 197-204. Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2005.
- Ministerio Del Interior y de Justicia (1995). *Decreto 2150 de 1995*.
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público (1995). *Estatuto Orgánico del Mercado Público de Valores*.
- Organization for Economic co-Operation and Development OECD (2004a) *oecd Principles of Corporate Governance*. 2004. Disponible en: <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>. Consulta: marzo 31 de 2010.
- (2004b). *White Paper sobre Gobierno Corporativo en América Latina*, Bogotá: Cámara de Comercio de Bogotá, 2004.
- Superintendencia de Valores (1995) *Resolución 400 de la Sala General*. En: Régimen del Mercado Público de Valores y en www.superfinanciera.gov.co/normativa
- (1995) *Resolución 1200 de la Sala General*. En: Régimen del Mercado Público de Valores y en www.superfinanciera.gov.co/normativa.
- *Régimen del Mercado Público de Valores*. Bogotá: SV, 2001.
- Superintendencia Financiera De Colombia *Jurisprudencia y Doctrina*. En: www.superfinanciera.gov.co/normativa
- (2010). *Decretos de Interés*. En: www.superfinanciera.gov.co/normativa.
- TAPIA, JAVIER (2001) *El Gobierno Corporativo en Europa y en América. Estudio introductorio*. En: Revista Iberoamericana de Mercados de Valores, n.º 2 marzo de 2001. pp. 5-20.
- Unión Europea (2004). *Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros MiFID*. Disponible en: http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_general_framework/124210_es.htm. Consulta: febrero 16 de 2010.
- * Contexto: Revista de Derecho y Economía, n.º 30, 2010, pp. 81 a 122.
- 1 IOSCO, *sus objetivos y logros*. Mimeo.
 - 2 IOSCO, Documento 154 *Principles and Objectives of Securities Regulation*,
 - 3 Este capital regulatorio tiene por propósito proteger a los clientes ante caídas abruptas del mercado (IOSCO, 2007).
 - 4 Se observa que en los principios internacionales no se hace una diferenciación entre el regulador y el supervisor del mercado.
 - 5 Versión electrónica.
 - 6 Esta es la definición que propone la OECD con base en la sistematización de las experiencias desarrolladas inicialmente en los países anglosajones y posteriormente en el resto de los mercados.
 - 7 Ver entre otros, OECD, 2004B.
 - 8 Es de recordar que en Colombia 'conviven' dos formas de ahorro pensional: el fondo de seguro público o de prima media con solidaridad en el que se acumulan los aportes en una bolsa común, y los fondos privados en el que los aportes corresponden a un principio de capitalización individual. La medida que se comenta se estableció para los segundos.
 - 9 Otros desarrollos legislativos en este sentido se encuentran la Ley 795 de 2003 de Reforma Financiera y la Ley 550 de 1999 de Intervención Económica.
 - 10 Cfr. Ley 1328 de 2009 artículo 1º y 14 literal d).
 - 11 Tal cosa se evidenciaba en la página *web* de la Superintendencia de Valores en tanto dicha entidad estuvo en funcionamiento.
 - 12 Este fue declarado inexecutable por la Corte Constitucional. Sin embargo, la sentencia dejó en pie las denominadas Normas de Origen. Cfr. Sentencia C-465-92 Mg. P. CIRO ANGARITA BARÓN.
 - 13 Actualmente artículos 1.1.2.1 en adelante.
 - 14 Actualmente artículos 1.2.1.1 en adelante.
 - 15 Actualmente artículos 1.1.2.14 en adelante.
 - 16 Actualmente artículos 1.1.3.1 en adelante.
 - 17 En este período la autorregulación está en cabeza de las bolsas de valores.
 - 18 Con comillas en el original.
 - 19 Esto a menos que el cliente autorizara expresamente y por escrito la realización de dichas operaciones. Cfr. Artículo 1.1.3.1 literal e.5.
 - 20 En virtud de esta norma fueron creados los fondos FOGABOL en la Bolsa de Bogotá, fogamed bajo la figura de patrimonio autónomo en la Bolsa de Medellín y fogaocc en la Bolsa de Occidente.
 - 21 El Ministerio de Justicia y del Derecho actualmente hace parte del Ministerio del Interior y de Justicia.

- 22 Mediante el Decreto 838 de 2001 se estableció la posibilidad de desistimiento.
- 23 Proyecto de ley 108 de 2001 de la Cámara de Representantes.
- 24 Tal es el caso de la introducción de la titularización agropecuaria por la Resolución 822-1 de 2001 de la Sala General, y la expedición por parte de la Superintendencia de Valores de las normas que desarrollaron los nuevos productos que llevarían recursos del mercado de valores al financiamiento hipotecarios según lo establecido en la Ley 546 de 1999 como es el caso de la titularización hipotecaria, entre otros.
- 25 En efecto, en el Decreto 203 de 2004 MHCP desaparece la Delegatura de Promoción y Desarrollo del Mercado de la estructura de la Superintendencia de Valores.
- 26 Actualmente corresponde al artículo 1.1.2.18
- 27 Esta norma fue adicionada por la Resolución 598 de 2001 de la Superintendencia de Valores.
- 28 Subrayado propio.
- 29 Este último criterio corresponde al desarrollo del principio de *finality* (finalidad según la Ley).
- 30 En el ámbito internacional se aplica el principio de *hora-cero* de manera que se acortan al mínimo los términos entre la comunicación de la confirmación de la operación en el sistema de negociación y la realización de la *entrega-contra-pago* con la que culmina la liquidación de la operación. Sin embargo, la irrevocabilidad y no oponibilidad de las operaciones resultan siendo instrumentos bastante valiosos para el desarrollo de la cámara de contrapartida central recientemente desarrollada, que también fue establecida en la Ley 964 de 2005.
- 31 Es de anotar que previamente a la definición de las infracciones en la Ley la Superintendencia de Valores tenía competencia para sancionar la ocurrencia de operaciones no representativas del mercado, aplicando para el efecto lo establecido en el artículo 6° de la Ley 20 de 1990. Esta competencia fue reiterada varias veces por la jurisprudencia.
- 32 Es importante anotar que aun cuando el desarrollo regulatorio en este período se realiza por decreto del Gobierno nacional, tanto la Resolución 400 como la Resolución 1200 continúan vigentes.
- 33 Esta reforma a la definición de intermediación de valores, operaciones de intermediación, y e intermediarios de valores está contenida en las resoluciones 1201 a 1204 de 1996 de la Sala General, modificatorias de la Resolución 400.
- 34 Estos son: bolsas de valores, sociedades comisionistas de bolsa, comisionistas independientes de valores, bolsas agropecuarias y agroindustriales y sus comisionistas, y sociedades administradoras de inversión, entre otros.
- 35 Esta norma deja expresamente por fuera de su alcance a los fondos voluntarios de pensiones. En cuanto a los fondos de pensiones obligatorias y de cesantías están excluidos de las normas del mercado de valores y se regulan por lo dispuesto en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y por la Circular 7 Básica Jurídica de la Superintendencia Bancaria (hoy Superintendencia Financiera de Colombia).
- 36 Esto dio pie para que la Superintendencia Financiera de Colombia definiera el concepto de gestor profesional de una cartera colectiva como aquel que tiene trayectoria en la administración de portafolios, especial conocimiento sobre el tema, amplia y reconocida experiencia en el manejo de inversiones contenidas en la política de riesgo del fondo, o experiencia como gerente de un fondo colectivo de inversión de manera que haya actuado como experto prudente y diligente. Cfr. Concepto SFC 200-7063891-003 de noviembre 9 de 2007 de la Superintendencia Financiera de Colombia. EN: www.superfinanciera.gov.co/normativa/doctrinasyconceptos. Consulta: marzo 25 DE 2010.
- 37 Intermediarios que pueden realizar las operaciones previstas en el numeral 1° del artículo 1.5.1.2 de la Resolución 400.
- 38 Con excepción de: la Nación, las carteras colectivas, las universalidades, los organismos multilaterales y otros. Cfr. Circular 056 de 2008 SFC.
- 39 Cfr. Página web de la Superintendencia Financiera de Colombia. EN: www.superfinanciera.gov.co/nuestraentidad. Consulta marzo 25 de 2010.
- 40 Cfr. Artículos 10 y 20 del Decreto 4327 de 2005 por el que se establece la estructura y funciones de la Superintendencia Financiera de Colombia.
- 41 Ver en la página web de la Superintendencia Financiera de Colombia www.superfinanciera.gov.co/quejas. Consulta en marzo 25 de 2010.
- 42 Previamente, mediante la Circular Externa 41 de 2006 la Superintendencia Financiera de Colombia había dado instrucciones respecto de información estadística de reclamaciones de consumidores financieros.
- 43 La Ley 510 de 1999 en su artículo 52 estipuló que los defensores del cliente podían actuar como conciliadores, en los términos establecidos en dicha Ley.

- 44 Es de anotar que también el Autorregulador del Mercado tiene un sistema de quejas. De esta forma, un inversionista del mercado de valores tiene hasta cuatro instancias para presentar su queja o reclamo: el defensor del cliente, la entidad vigilada, el Autorregulador del Mercado y la Superintendencia Financiera de Colombia.
- 45 Ver en www.superfinanciera.gov.co/quejas. Consulta en marzo 25 de 2010.
- 46 Tal cosa se anuncia en la presentación guía que se ofrece a los usuarios en la página web de la Superintendencia Financiera de Colombia. Ver en www.superfinanciera.gov.co/quejas. Consulta en marzo 25 de 2010.
- 47 Esto excepción hecha del límite impuesto en la Ley 1328 de 2009 de 100 salarios mínimos legales (cerca de \$51.500.000) para efectuar reclamaciones frente al defensor del cliente, que claramente correspondería a operaciones de un inversionista no profesional.
- 48 En igual sentido puede encontrarse una referencia a estos tribunales especializados en justicia comercial, aun cuando no específicamente para atender al resarcimiento de inversionistas (LÓPEZ, 2005:203-204).