

Órganos de vigilancia y la crisis bursátil de 2012 en Colombia¹

CONSTANZA BLANCO BARÓN²

RESUMEN

El objetivo es hacer una evaluación del marco institucional de la supervisión de las actividades de intermediación de valores, en particular de las sociedades comisionistas de bolsa, para mostrar que, si bien existen múltiples organizaciones internas y externas a las firmas que se cruzan en sus funciones, dicho marco institucional puede ser costoso e ineficiente para períodos de normalidad, y más aún, sería insuficiente para situaciones de crisis. Así, a partir de un marco teórico basado en la vertiente no clásica del Análisis Económico del Derecho, como es la economía neoinstitucional, que incluye la definición de un marco institucional adecuado para la supervisión del mercado de valores; la regulación / supervisión basada en riesgo, y el *enforcement*, tanto en su sentido amplio de verificación de obtención de los objetivos de la regulación –de arriba hacia abajo–, como en su versión restringida, aproximando este último al de eficacia –de abajo hacia arriba–, se realiza un ejercicio de aplicación para períodos de normalidad y para situaciones de crisis, aprovechando al efecto lo acontecido con la sociedad comisionista de bolsa InterBolsa a fines de 2012.

Palabras clave: Marco institucional adecuado; Supervisión de la intermediación de valores; Regulación basada en riesgo.

1 Esta ponencia es uno de los resultados de la investigación que se realizó para el artículo “La Regulación del Mercado de Valores en Colombia en el período 2007-2012 y el caso de InterBolsa: un análisis del marco institucional”, el cual fue aceptado para publicación por la UEC en el libro *Serie de Derecho Económico III – Análisis Económico del Derecho: Nuevas Vertientes y Diferentes Aplicaciones*, 2013. A su vez, esta ponencia será publicada por la Cámara de Comercio de Medellín dentro de las memorias del 29º Congreso de Derecho Comercial, realizado en Medellín en octubre de 2013.

Agradezco a la Dra. ADRIANA ZAPATA DE ARBELÁEZ, Directora del Departamento de Derecho de los Negocios de la Universidad Externado de Colombia, su invitación a presentar ponencia en este importante Congreso.

2 Economista, Especialista en Derecho Financiero y Bursátil, Magíster en Estudios Políticos y Doctora en Sociología Jurídica e Instituciones Políticas. Actualmente es la Coordinadora de la Maestría en Derecho con énfasis en Derecho Económico Investigativa de la Universidad Externado de Colombia. Correo-e: constanza.blanco@uexternado.edu.co.

ENFORCEMENT OF BORKERAGE FIRMS AND THE FINANCIAL CRISIS IN COLOMBIA

ABSTRACT

This paper shows that, even though there are multiple levels internal and external to firms that cross its functions, the institutional framework for enforcement of the intermediation in the securities market in Colombia could be costly and inefficient to periods of normality, and moreover, would be insufficient to crisis situations. Based on in a theoretical framework conformed with: adequacy of the institutions, risk-based regulation and, enforcement, both in its broad sense of verification of the objectives of the regulation –(from top to bottom), as in its restricted version, approaching the latter the effectiveness –(from bottom to top), an exercised or application is made, for regular periods of de activity in the markets and for crisis situations, using the crash of InterBolsa brokerage company, at the end of 2012.

Keywords: Institutional Framework; Enforcement of the Securities Market Activities; Risk-Based Regulation.

INTRODUCCIÓN

El tema que se ha propuesto para discusión es el de los organismos de vigilancia y la crisis bursátil. Al respecto, se considera oportuno referirse a la crisis suscitada en Colombia a fines del año anterior, que se materializó con la quiebra de la sociedad comisionista de bolsa SCB InterBolsa, que en su momento fue, de lejos, la más grande e importante del mercado de valores colombiano, y de paso, líder del grupo económico que se había construido alrededor de dicha firma comisionista.

Antes de entrar en materia, hay varios temas que suscitan interés en este caso: uno de ellos es la relevancia de la conformación en muy pocos años, de un importante grupo financiero a partir de una sociedad comisionista, caso por demás exótico en Colombia, en donde lo normal es que dichos grupos se organicen a partir de entidades bancarias o de empresas del sector real³. Esto es más relevante aun cuando se considera el relativamente bajo tamaño del sistema de comisionistas en relación con la totalidad del sistema financiero⁴, y que dicho

3 Al momento de su intervención, la SCB InterBolsa tenía activos por más de Co\$ 1,8 billones (cerca de US\$923 millones), más del 30% de los ingresos del sistema de comisionistas de bolsa, y lideraba en la práctica a un grupo financiero constituido por 18 empresas que se movían en los ámbitos financiero y real, incluyendo intereses en Estados Unidos, Panamá y Brasil, entre otros destinos internacionales. Ver al respecto reportes de la SFC en: www.superfinanciera.gov.co, entre otros.

4 De hecho, las comisionistas de bolsa se clasifican dentro de "otros" en la presentación del tamaño del sistema por volumen de activos, por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC).

crecimiento del grupo InterBolsa se haya dado teniendo como origen a una comisionista no bancarizada⁵. Y por último, el hecho de que la SCB InterBolsa participara, a la par de los bancos, como creador de mercado de títulos de la tesorería TES, en el programa que al efecto tiene el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, MHCP.

Otro aspecto que llama la atención es que el plan de negocios de la comisionista se había volcado en los últimos años al contrato de comisión, dando gran importancia a la atención de clientes inversionistas, que es como se define en la regulación a los inversionistas no profesionales⁶. Esto un poco en contravía de la tendencia de este segmento del mercado financiero en el cual lo que había ganado relevancia tradicionalmente había sido la cuenta propia, y en menor medida la administración de fondos de valores (ARBELÁEZ, 2002).

De otro lado, un aspecto significativo es la recurrencia de las crisis del mercado de valores por situaciones relacionadas con las conductas de los representantes de las firmas: incumplimiento de órdenes de los clientes o canalización de dineros a cuestiones no autorizadas por los clientes; toma de recursos o activos de los clientes para realizar operaciones para la propia firma; incumplimiento de obligaciones relacionadas con información, reserva, prohibición de uso de información privilegiada, manipulación de precios o liquidez de los valores o conflictos de interés, entre otras. Las mismas deberían haber suscitado propuestas de ajustes o modificaciones a la regulación o a la capacidad de supervisión, presuntamente con el objeto de que dichas conductas no volvieran a suceder, y si esto realmente se dio, sin éxito aparente a la luz de nuevas crisis que se dan en las que se encuentran situaciones similares, quedando, en todo caso, en entredicho la efectividad de la regulación sancionatoria.

Así las cosas, es pertinente preguntarse si la regulación existente, que atiende a estándares internacionales relacionados con la protección de los inversionistas, la eficiencia de los mercados y el control de las crisis sistémicas (IOSCO, 2003), es suficiente para atender a la necesidad de prevenir y, si es del caso, para controlar una crisis. En tal caso, es posible que la regulación que se ha pensado para épocas de normalidad no sea lo suficientemente versátil y potente como para prevenir una crisis sistémica, o que la capacidad de respuesta de las autoridades en primer lugar, y de la misma industria, no sea la adecuada.

Dicho lo anterior, el objetivo de este trabajo es hacer una evaluación del marco institucional de la supervisión de las actividades de intermediación de valores, en particular de las SCB, para mostrar que si bien existen múltiples organizaciones de supervisión internas y externas a las firmas que se cruzan en sus funciones, dicho marco institucional puede ser costoso e ineficiente para períodos de normalidad, y más aún, sería insuficiente para situaciones de crisis.

Para desarrollar este objetivo se ha propuesto la siguiente ruta de trabajo: en una primera parte se elabora un marco teórico basado en la vertiente no clásica del Análisis Económico

5 El término bancarizada aquí se utiliza en el sentido de pertenencia a un grupo financiero cuya matriz es un banco.

6 Así se presentó en visitas pedagógicas realizadas con los estudiantes del seminario de Oferta Pública de Valores en la carrera de Finanzas y Relaciones Internacionales de la Universidad Externado de Colombia.

del Derecho, como es la economía neoinstitucional, elaborando tres conceptos desde lo normativo: un marco institucional adecuado para la supervisión del mercado de valores; la regulación / supervisión basada en riesgo, y el *enforcement*, tanto en su sentido amplio de verificación de obtención de los objetivos de la regulación, como en su versión restringida, aproximando este último al de eficacia. En una segunda parte se realiza un ejercicio de aplicación de dicho marco teórico a partir de las organizaciones de supervisión del mercado de valores desde dos puntos de vista: el *enforcement* de abajo hacia arriba, en el que se desarrolla el concepto de *compliance* o cumplimiento, con una visión más desde el mercado, y el *enforcement* de arriba hacia abajo, en una mirada más desde el Estado, y para esto se realiza el análisis para períodos de normalidad y para situaciones de crisis, aprovechando al efecto lo acontecido con la sociedad comisionista de bolsa InterBolsa. Por último, se hace una reflexión a manera de conclusión.

1. MARCO TEÓRICO

En esta sección se planteará la conceptualización de tres temas básicos para el ejercicio de aplicación que se desarrollará después: un marco institucional adecuado para la supervisión de las actividades del mercado de valores, en particular la de intermediación; la regulación / supervisión basada en el riesgo como instrumento de los organismos supervisores para desarrollar una supervisión preventiva, y el *enforcement*, tanto en su sentido amplio en el que se plantea el cumplimiento de unos objetivos de la regulación, como en su versión restringida a la aplicación del marco regulatorio y la sanción por su incumplimiento.

Esto se hace tomando como presupuestos algunos planteamientos de la Nueva Economía Institucional –NEI– del Análisis Económico del Derecho –AED. Esta parte del reconocimiento de la inexistencia real de mercados perfectos, que son aquellos en los que se logra la eficiencia de Pareto en la definición de los precios y la asignación de los recursos. Por el contrario, partiendo de supuestos de racionalidad limitada y comportamiento oportunista de los individuos, los neoinstitucionalistas proponen examinar el problema basados en tres aspectos: la existencia de costos de transacción en la actividad económica, el reconocimiento de los derechos de propiedad y el cumplimiento de los contratos (PINZÓN, 2010; RUBIO, 2007).

1.1 Marco institucional adecuado

De otra parte, a partir de los planteamientos de NORTH (1992) y AYALA (1999) es posible definir un marco institucional como aquel que está conformado por instituciones y organizaciones que gobiernan las interacciones de los individuos en lo político, económico y social, haciendo posible el desarrollo de un país. Así, las instituciones son las reglas de juego formales –normas jurídicas e informales –normas sociales– (NORTH D. , 1992), que tienen un propósito y son conocidas y cumplidas por los participantes en la actividad económica, en tanto que las organizaciones son los conjuntos de individuos que se agrupan para el desarrollo de un objetivo común (*ídem*).

Para el caso que nos ocupa, las instituciones serían las reglas de juego relativas a deberes y obligaciones que gobiernan las conductas de los individuos que realizan actividades de intermediación de valores en el mercado, en particular las desarrolladas por las sociedades comisionistas de bolsa, y su seguimiento y control. Esto en tanto que las organizaciones son aquellas mediante las cuales se realiza la supervisión de dichas actividades, las cuales pueden tener carácter interno –el contralor normativo– o externo –el autorregulador, la SFC–.

Así las cosas, un marco institucional adecuado se podría plantear como aquel conjunto de reglas dentro del ordenamiento jurídico, que tienen los incentivos correctos para guiar la actividad del mercado de valores hacia una apropiada supervisión de las actividades del mercado, en aras de la confianza del público. Sobre esto dos comentarios: el conjunto de normas jurídicas pertenecerá entonces a un sistema de Derecho positivo conformado por varios ordenamientos pertinentes como son, en este caso, la regulación del mercado de valores y en particular la que determina las conductas de los operadores de la industria, las infracciones y las sanciones por incurrir en dichas infracciones; lo anterior tanto desde el punto de vista de la regulación como desde el de la autorregulación; los reglamentos internos de las firmas y sus estructuras de control interno; la regulación que determina la capacidad de respuesta de las autoridades ante las crisis; el Derecho Administrativo sancionatorio contenido en los estatutos de la regulación del mercado y en los generales cuando sea pertinente, y el Derecho penal para conductas ilícitas del mercado.

Dicho ordenamiento está contenido especialmente en dos cuerpos de normas, que corresponden el primero, a la regulación y el segundo, a la autorregulación. En el primer caso están las reglas correspondientes a la regulación de la intermediación de valores contenida en la Ley 964 de 2005, Marco del mercado de valores, y en el Decreto 2555 de 2010, Único Financiero. En tanto que la primera desarrolla las competencias del intervención del gobierno nacional en el mercado de valores, el segundo especifica la regulación de las SCB, incluyendo los requerimientos concernientes a la expedición de políticas y procedimientos contenidos en los reglamentos de las firmas, en desarrollo de deberes y obligaciones relacionados con la inscripción en el Registro Nacional de Agentes del Mercado –RNAM– que lleva la SFC, y en el Registro de Profesionales del Mercado –RNPM– que tiene a su cargo el AMV. Dichos reglamentos pueden caer dentro de la estructura de buen gobierno corporativo que se haya previsto.

TABLA 1. REGULACIÓN DE LA INTERMEDIACIÓN DE VALORES

Norma	Descripción
Ley 964/05 Art. 4 Lit. c)	Facultades de intervención del gobierno nacional para establecer la regulación aplicable a las entidades sometidas a inspección y vigilancia permanente: organización y funcionamiento, niveles de patrimonio, prácticas de conflictos de interés, autorización de actividades, etc.
Dec. 2555/10 Art. 5.3.1.1.1 y sig	Inscripción en el Registro Nacional de Agentes del Mercado, RNAM.

Norma	Descripción
Dec. 2555/10 Art. 5.4.1.1.1 y sig.	Organización del Registro Nacional de Profesionales del Mercado, RNPM.
Dec. 2555/10 art. 2.9.2.1.1 y sig.	Actividades autorizadas a las SCB.
Dec. 2555/10 Art. 2.9.4.1.1 y sig.	Operaciones por cuenta propia.
Dec. 2555/10 Art. 2.9.15.1.1 sig.	Operaciones repo, simultáneas y transferencia temporal de valores.
Dec. 2555/10 Art. 2.9.21.1.1 sig.	Deberes de información de las SCB y prácticas inseguras y no autorizadas.
Cir. 100 Básica Cont. Financ. SFC	Aspectos relativos al control del riesgo.

Fuente: Elaboración propia.

Igualmente, en la regulación están desarrollados los aspectos relativos a las infracciones y sanciones, incluyendo los principios para la aplicación de las sanciones y los criterios para su graduación, lo que está contenido en los artículos 50 y siguientes de la Ley 964 de 2005. Además, en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero –EOSF– establece el procedimiento administrativo especial que se debe seguir en el caso de las investigaciones.

TABLA 2. REGULACIÓN DE INFRACCIONES ADMINISTRATIVAS Y SANCIONES

Norma	Descripción
Ley 964 de 2005 Art. 50	Infracciones por conductas contra el mercado.
Ley 964 de 2005 Art. 51	Principios que gobiernan la facultad sancionatoria de la SFC.
Ley 964 de 2005 Art. 52	Criterios para la graduación de las sanciones.
Ley 964 de 2005 Art. 53-57	Sanciones, registro, límites y otros.
Ley 964 de 2005 Art. 58-62	Remisión del procedimiento administrativo al EOSF, caducidad, reserva, otros.
EOSF Art. 208	Régimen sancionatorio y procedimiento administrativo especial.

Fuente: Elaboración propia.

En cuanto a la autorregulación, las normas que gobiernan el comportamiento de los agentes y la supervisión y sanción por su incumplimiento están contenidas en el reglamento del Autorregulador del Mercado de Valores –AMV. Igualmente, esta organización ha desarrollado un manual de dosimetría de las sanciones, en el cual se establecen criterios que dosifican dichas sanciones, teniendo en cuenta determinados aspectos que podrían encontrar paralelo en los criterios sancionatorios del supervisor estatal.

TABLA 3. REGLAMENTO DEL AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES

Norma	Descripción
Título I	Deberes, obligaciones y reglas generales de los intermediarios de valores.
Título II	Deberes especiales de los intermediarios: información, frente a conflictos de interés, documentación, reserva y confidencialidad, separación de activos, valoración, mejor ejecución de las operaciones, deberes frente a clientes inversionistas.
Título III	Abusos del mercado: información privilegiada, manipulación del mercado, otros.
Título V Libro III	Proceso disciplinario.
Documento dosimetría para sanciones	Criterios para el establecimiento de sanciones por parte del autorregulador.

Fuente: Elaboración propia.

Es de anotar que para el desarrollo de la función de supervisión y evitar la duplicación de actividades, se ha desarrollado un memorando de entendimiento entre la SFC y el AMV. Sin entrar en el análisis de legalidad de dicho memorando, se puede decir que el mismo es útil para racionalizar los recursos escasos de supervisión, y a la vez para impedir la ocurrencia de situaciones de *non bis in ídem*⁷ que darían al traste con la eficacia del régimen sancionatorio.

De otro lado, dentro del marco institucional adecuado deben contemplarse algunas normas que, si bien no hacen parte de la regulación del mercado de valores propiamente tal, sí deben ser consideradas, como es el caso de las normas que establecen el cálculo del patrimonio técnico a activos ponderados por riesgo de crédito y de mercado de las entidades financieras, y de otros riesgos como el de liquidez, que aplica a las SCB aun cuando provienen de la regulación prudencial bancaria. Dichas normas se encuentran tanto en el Decreto 2555 de 2010⁸ como en la Circular Básica Contable y Financiera 100 de la SFC.

Por último, están las normas que regulan la supervisión de grupos económicos y el riesgo de conglomerados, que para el caso se limitan a las competencias de la Delegatura del ramo en la SFC, reglas contenidas en el Decreto 4327 de 2005⁹, y que se examinan más adelante.

La versión neoinstitucional del AED resulta útil para evaluar un tema como el de la supervisión de las actividades de intermediación de valores desarrollada por las SCB, por cuanto permite involucrar diversas dimensiones del ámbito en el cual se desarrollan las operaciones del mercado. La construcción de dicho marco institucional ha obedecido a factores económicos y políticos presentes en la realidad: si bien la regulación del mercado

7 Se entiende por el mismo aquel principio según el cual, una persona no puede ser juzgada ni sancionada dos veces por los mismos hechos. Ver al respecto: sentencia de la Corte Constitucional C-047 de 2006 M.P.: RODRIGO ESCOBAR GIL; sentencia del Consejo de Estado Sala de Consulta y Servicio Civil, Rad. N. 11001-03-06-000-2010-00018-00, 15 Abr. 2010. M.P.: LUIS FERNANDO ÁLVAREZ JARAMILLO, entre otros.

8 Ver Art. 2.9.1.1.1 y siguientes del Decreto 2555 de 2010.

9 Ver Artículos 27, 40 y 41 del Decreto 4327 de 2005.

de valores se basa en necesidades técnicas de eficiencia y desarrollo del mercado, las decisiones se toman en el ámbito político: mientras que las primeras pretenden la corrección de fallas de mercado y el alcance de indicadores de eficiencia, las segundas se adoptan por parte del regulador, bien sea en el Congreso de la República o en MHCP, y en su análisis se deben considerar asuntos como los límites a la intervención del Estado, la influencia de los grupos de interés, los intereses de los mismos reguladores, entre otros¹⁰.

En dicho contexto, el marco institucional concerniente a la supervisión de las actividades de intermediación de valores por parte de las SCB, y sanción de las conductas que genéricamente se pueden denominar contra el mercado, sería aquel que incluyera los temas relacionados en la Tabla 4.

TABLA 4. MARCO INSTITUCIONAL PARA LA SUPERVISIÓN DEL MERCADO DE VALORES

Institución / Organización	Desarrollado en:	Descripción
Requisitos de inscripción en el RNAM, requisitos de inscripción en el RNPM.	Decreto 2555 de 2010.	Define los requisitos para realizar la actividad de intermediación de valores, tanto por parte de las SCB como de los operadores y representantes.
Regulación de la estructura organizacional y de control interno de las SCB.	Reglamentos internos de las firmas. Buen gobierno corporativo BGC.	Establece los mecanismos internos de las firmas para el cumplimiento de los deberes y obligaciones de los intermediarios del mercado.
Controles de ley (regulación prudencial): solvencia, liquidez, control del riesgo.	Decreto 2555 de 2010; Circular Básica Contable y Financiera 100 de la SFC.	Aplica estándares de regulación prudencial bancaria a los intermediarios del mercado.
Reglamentos operativos de las bolsas ¹ .	Reglamento de operaciones especiales, como las operaciones Repo.	Define las condiciones y características que se deben seguir en las negociaciones.
Programa de creadores de mercado de TES.	Reglamento expedido por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.	Define las condiciones y características del mercado de deuda pública interna.
Reglamento del mercado de divisas.	Reglamento expedido por el Banco de la República.	Define las condiciones y características del mercado de divisas a través de las SCB.
Control y prevención de actividades de lavado de activos y financiación de terrorismo.	EOSF artículos 102-107 y Circular 026 de 2008 de la SFC.	Establece directrices generales para el control del crimen financiero para todo el sistema financiero.

10 Este tema fue desarrollado en el trabajo "Estado y Racionalidad: un ejercicio sobre la intervención del Estado en el sistema Financiero Amplio", que constituyó la tesis de Doctorado en Sociología Jurídica e Instituciones Políticas de la Universidad Externado de Colombia, de la autora de esta ponencia.

11 Si bien la bolsa no tiene capacidad sancionatoria, se incluye este aparte por la importancia de las operaciones de reporto en el caso de la crisis de InterBolsa.

Institución / Organización	Desarrollado en:	Descripción
Regulación de grupos económicos; concepto de beneficiario real.	Ley 222 de 1995; doctrina de la Superintendencia de Sociedades. Decreto 2555 de 2010. Decreto 4327 de 2005. BGC.	Establece la condición de un grupo financiero y los elementos para su supervisión por parte del Estado.
Conductas de los intermediarios del mercado.	Reglamento del AMV. Documento dosimetría de sanciones.	Establece los estándares de conducta de los intermediarios del mercado, así como las infracciones y sanciones del autorregulador por su incumplimiento.
Deberes y obligaciones de los intermediarios del mercado.	Decreto 2555 de 2010.	Establece los estándares de conducta de los intermediarios del mercado.
Infracciones administrativas y sanciones.	Ley 964 de 2005.	Establece las infracciones y sanciones por parte del supervisor.
Salida ordenada del mercado por intervención del supervisor (resolución).	EOSF.	Establece las competencias de intervención de la SFC en caso de darse los presupuestos establecidos en el Estatuto.
Procedimiento administrativo sancionatorio.	EOSF.	Establece las competencias de intervención de la SFC en caso de darse los presupuestos establecidos en el Estatuto.
Infracciones penales y sanciones.	Estatuto Penal.	Corresponde a la competencia de la Fiscalía General de la Nación.

Fuente: Elaboración propia.

Un marco institucional adecuado sería aquel que redujera la incertidumbre como presupuesto para una correcta supervisión del mercado de valores, que es el equivalente de uno que generara confianza en el mercado. Tal marco institucional debería incluir reglas referentes a aspectos relacionados con la organización y administración de los participantes en el mismo, y con aspectos externos a las firmas como son los contenidos en las normas penal y administrativa y en el reglamento del autorregulador. De hecho, parte importante de la estructura de supervisión del mercado de valores lo constituye el marco regulatorio de orden penal, por cuanto allí cabrían conductas contra el mercado, con graves implicaciones en lo relativo a ese campo del Derecho. La pregunta que queda, y que se deja planteada para el ejercicio de aplicación, es si se dispone de un marco institucional de la supervisión del mercado de valores que permita prevenir la ocurrencia y los efectos de una crisis sistémica.

Para finalizar este aparte, es pertinente traer a colación el planteamiento de AYALA (1999), quien propone que las instituciones solo adquieren el carácter de tales cuando "se comparte su conocimiento y se acepta su cumplimiento", bien sea en forma voluntaria –convicción–, u obligatoriamente –coacción– por parte del Estado. Igualmente, si no hay un

proceso de "socialización, aprendizaje y transmisión", las instituciones se quedarían en meras construcciones formales, sin viabilidad en lo económico o en lo social. Esto es importante a la luz de los instrumentos de que se dispone para "hacer cumplir las normas", ya que puede que se cuente con un marco institucional bien construido, que contenga todo lo necesario, pero que resulte inútil ante una actitud hacia el incumplimiento por parte de los agentes.

1.2 La regulación basada en riesgo –RBR–

En la evaluación del marco institucional del mercado de valores, que ha sido materia de la línea de investigación que se desarrolla en el Grupo de Investigación en Derecho y Economía de la Universidad Externado de Colombia, se estableció que en Colombia existe una tendencia hacia la implantación de un modelo de regulación basada en riesgo, que se ha desarrollado en los últimos años (BLANCO C., 2010). Dicho modelo es aquel por medio del cual el supervisor pretende que los agentes identifiquen de forma correcta, mitiguen y controlen adecuadamente el riesgo de sus negocios, tanto el inherente, como el interno a las organizaciones y el externo a estas, lo que permitiría que el supervisor actúe de una manera preventiva a la ocurrencia de dichos riesgos.

Esta visión de la regulación plantea que la supervisión *ex post* en la que el supervisor determina la "severidad del incumplimiento de estatutos, códigos y reglamentos", sancionando según la aplicación de determinados principios y criterios establecidos en la ley (*ídem*), da paso a una supervisión *ex ante* en la que establece la probable "magnitud del incumplimiento", que puede ir de leve a severa, y trata de anticiparlo (*ídem*). De esta manera, el propósito de la aplicación de estos modelos de RBR es que los agentes que manejan ahorro del público no traspasen una línea de riesgo catastrófico, que ha sido establecida por las autoridades, y que bien podría corresponder a una crisis sistémica. Esto cobra mayor importancia aun cuando se trata de entidades sistémicamente importantes, o lo que se conoce en el medio anglosajón como las entidades *Too-Big-To-Fail* –TBTF–, que teóricamente no se deberían dejar quebrar por los nefastos efectos que tal cosa ocasionaría, no solo en el sistema financiero, sino en la economía real¹².

El hecho es que dentro de los objetivos de la creación de la SFC estuvo la adecuación de la estructura del sistema financiero a los cambios que venían teniendo lugar en los mercados financieros en los últimos años, especialmente en lo que toca al control de los riesgos de las actividades en los que hay manejo y aprovechamiento del ahorro del público (BLANCO C., 2007). Consecuentemente, dentro de la estructura de la SFC se propusieron cinco superintendencias delegadas para atender asuntos relativos a temas transversales de todo el sistema financiero, como son por las que se pretende supervisar los riesgos de crédito, de mercado, operativo, de lavado de activos y de conglomerados.

12 Un ejemplo fehaciente de tal tipo de entidades es el banco de inversión LEHMANN BROTHERS, cuya quiebra hace ya cinco años desencadenó la crisis financiera mundial cuyos efectos todavía se están contabilizando.

Las anteriores funciones no incluyen las relativas al control de emisores, que corresponden a otra área de la SFC, la Delegatura de Emisores y Portafolios de Inversión, la cual verifica el cumplimiento de la regulación de la oferta pública, y la entrega de información relevante al mercado. Esta Delegatura está dentro de las institucionales de la Superintendencia¹³.

Tal estructura responde también a un cambio en la visión de la supervisión, que de ser fiscalizadora y reactiva debería pasar a ser preventiva y prospectiva. En tal caso, un examen de indicadores que dé alertas respecto especialmente de la situación de solvencia, pero que además permita evaluar la posible situación futura de las firmas en el corto y mediano plazo, es útil para programar las actividades de supervisión. Esto permitiría a su vez una mejor y más eficiente asignación de los recursos escasos de supervisión, lo cual constituye una potente ventaja de estos modelos.

En este tipo de regulación no es de desconocer la importancia que se da a la capacidad interna de las firmas para controlar sus riesgos. De hecho, esta es la base del modelo, por cuanto, de no contarse con dicha capacidad, el modelo no tendría viabilidad, razón por la cual los comités de control del riesgo o *middle office* y las auditorías internas de las firmas cobran una importancia crucial. El problema que se presentaría sería la existencia de una real posibilidad de los encargados de dichos comités, de imponer correctivos cuando detecten situaciones que, aun cuando no incumplan abiertamente una norma, sí puedan estar llevando a una situación de peligro a las firmas. Es claro que esto no se resolvería imponiendo simplemente criterios o estándares de buen gobierno corporativo.

Como en todos los casos en los que se plantean modelos, una de las principales dificultades es la disponibilidad de información que alimente el modelo, e igualmente, la capacidad de análisis y prospección de los supervisores para la evaluación de los resultados. A esto habría que agregar que, de no contarse con un adecuado sistema de alertas tempranas, o de tenerse dificultades regulatorias que no hagan posible una reacción oportuna, que realmente permita prevenir una crisis, modelos como estos terminarían siendo no solo costosos, sino inocuos en términos de los efectos que se buscan.

El hecho es que en su plan estratégico, la SFC indica de manera clara su orientación hacia una RBR (SFC, 2011): la pregunta es qué fue lo que salió mal en el caso de InterBolsa –y en otros anteriores recientes como el de Proyectar Valores o el de Torres Cortés¹⁴–, y si lo que falló fue el modelo de supervisión como tal, correspondiente a la RBR.

13 En efecto, la estructura de la SFC tiene dos clases de superintendencias delegadas: las institucionales y las transversales. Las institucionales, que son cinco, revisan todo lo concerniente a cada tipo de entidad financiera: Intermediarios financieros; Pensiones, cesantías y fiduciarias; Aseguradoras e intermediarios de seguros; Emisores, portafolios de inversión y otros, e Intermediarios de valores y otros. Las transversales tienen a su cargo la supervisión de temas específicos en cualquiera de las entidades sometidas a inspección, vigilancia y control: Riesgo de crédito; Riesgo de mercado e integridad; Riesgos operativos; Riesgo de lavado de activos, y Riesgo de conglomerados y gobierno corporativo. Cada uno de los grupos de delegaturas depende de un superintendente delegado adjunto, que a su vez reporta al superintendente. En este artículo se destacan las funciones de la Delegatura de Conglomerados y Gobierno Corporativo (transversal), que son completamente independientes de las que ejerce la Delegatura de Emisores (institucional).

14 Esta última firma era comisionista de la Bolsa Mercantil de Colombia BMC, antigua Bolsa Nacional Agropecuaria –BNA.

Cerrando esta sección, se insiste en el planteamiento acerca del conocimiento de las normas y la apropiación de su cumplimiento por parte de los agentes. Pero más allá del acatamiento de las reglas, vale más el sentido común cuando se detecte la posibilidad de materialización de riesgo que pueda poner en peligro la existencia misma de la firma, como cuando, a pesar de que se cumpla con los indicadores financieros establecidos, las falencias del modelo de medición no dan cuenta del verdadero riesgo al que se expone el agente económico, y si efectivamente lo evidencian, no se tiene capacidad –o voluntad– de atender de forma oportuna las alertas.

1.3 Concepto de enforcement

Hay dos acepciones de *enforcement*: una en su sentido amplio y una versión más restringida. La primera implica una evaluación de la obtención de los objetivos que se han propuesto en la producción normativa, caso en el cual, tiene como subyacente un concepto de materialidad en la regulación¹⁵. La segunda acepción corresponde a un esquema fiscalizador de inspección y vigilancia, mediante el cual se aplican principios como el disuasorio de la sanción, por el que se pretende desestimular las conductas nocivas ante la amenaza del castigo.

Para BALDWIN et. al. (2012), la regulación contiene previsiones sobre incentivos negativos, como son sanciones que desestimen las conductas consideradas nocivas para el mercado, o incentivos positivos para comportamientos deseables. Igualmente, dicha forma de verlo implica la disposición de recursos requeridos para garantizar el cumplimiento de los objetivos de la supervisión (ídem). Así, quienes tienen a su cargo el *enforcement* deben cuidar no solo la aplicación correcta de las normas, sino que también deben proponer los ajustes a la regulación cuando esto sea requerido.

Al respecto, algunas aproximaciones al cumplimiento de la regulación indican que, más que prever castigos por el incumplimiento de las normas, lo que se debe hacer es utilizar medidas persuasivas que eviten la ocurrencia de conductas indeseables, así como la disposición de instrumentos que incluyen "educación, consejo, convencimiento y negociación" (BALDWIN, 2012)¹⁶. Estas estructuras pretenden el desarrollo de industrias y sectores regulados que "acuerdan" el alcance de las normas y responsabilidades sobre el éxito de las actividades, dada la claridad de objetivos, beneficios y efectos de las normas, en una visión que le da gran importancia al cumplimiento de códigos de buen gobierno corporativo¹⁷.

15 En este aspecto, la racionalidad de las normas jurídicas es del tipo formal – material: las mismas obedecen a la atención de necesidades económicas, como es el caso de la obtención de eficiencia en el mercado. Esta definición de *enforcement* es tomada de los desarrollos de las agencias de regulación en Estados Unidos.

16 BALDWIN et al. define estas aproximaciones de *enforcement* como *compliance approach* (prevención) y *deterrence approach* (disuasión).

17 Al respecto, ver en BALDWIN, et al. (2012), sistema de reglas de "compliance predictivo" o "tabla del once" desarrollado por el Ministerio de Justicia de Holanda, que identifica once factores para mejorar el diseño de las normas y evaluar a los reguladores. En tal modelo, cinco factores son de *compliance*: conocimiento

La otra visión del *enforcement* es la que se aproxima más a los conceptos de inspección y vigilancia que se pueden derivar de la regulación financiera, y más concretamente de las funciones de la SFC, orientadas a preservar la estabilidad y confianza del sistema financiero, promover y organizar y desarrollar el mercado de valores y proteger a los inversionistas: esta corresponde a la aplicación de los procedimientos sancionatorios por la ocurrencia de las conductas. En esta versión lo que se privilegia es asegurar el cumplimiento de la ley y de la regulación, y que se pueden considerar más de tipo fiscalizador¹⁸.

Por último, las estructuras de *enforcement* son concomitantes con planteamientos de racionalidad de los agentes y modelos de mercado: aquellas situaciones en las que los agentes actúan en forma racional y los mercados se aproximan a la competencia perfecta, podrían corresponder a esquemas en los que se les da la mayor importancia a la actuación de los tribunales –por ejemplo dentro de la autorregulación. Esto, al paso que cuando se trata de situaciones en las que los agentes actúan con racionalidad limitada y existen fallas de mercado, se deja el seguimiento al supervisor que va a sancionar las conductas contra el mercado¹⁹.

Una reflexión para cerrar esta sección: una estructura de *enforcement* en la que se privilegia el cumplimiento desde la base –*compliance*–, tendría como presupuesto el convencimiento de los agentes de que las normas que se "acuerdan" con el supervisor son las correctas, y así mismo estas son atendidas en debida forma, en tanto que una supervisión fiscalizadora parte de considerar que es el miedo a quien ejerce la vigilancia lo que desestimula las conductas. Esta segunda forma de verlo implicaría que para que la supervisión sea efectiva se requería una institucionalidad muy fuerte, incluyendo, por supuesto, una determinada capacidad de investigación y sanción. La pregunta que queda es respecto de la adecuación del marco institucional a una supervisión reactiva, y los efectos que esto podría tener sobre la potencialidad de desarrollo e innovación del mercado.

1.3.1 El *enforcement* de abajo hacia arriba: visión desde el mercado

Respecto del *enforcement* de abajo hacia arriba, es oportuno traer a colación una estructura de cumplimiento de las normas, tal como se especifica en el medio anglosajón, en particular el de Estados Unidos: en efecto, el *compliance* implica una estructura de supervisión de tipo piramidal que se conforma por "capas de cebolla" –*pill onion*–, que está imbricada en la estructura organizacional de las firmas: los *traders* u operadores responden a su supervisor, quien a la vez es su gerente en términos comerciales; este al representante legal de la firma

de las leyes, costo/beneficio de las normas, extensión de la aceptación de las normas, respeto que tiene el grupo objetivo de las normas por la autoridad, control social ejercido por la autoridad, y seis factores son de *enforcement* propiamente tal: riesgo de ser reportado, riesgo de inspección, riesgo de detección, selectividad, riesgo de sanción y severidad de la sanción.

18 Ver al respecto las competencias de la SFC contenidas en el Decreto 4327 de 2005.

19 LANOO (2010) desarrolla estos dos modelos: los basados en las Cortes (*enforcement* de las Cortes) y los basados en estructuras de regulación/supervisión (*enforcement* del supervisor).

–CEO–, este al organismo autorregulado –SRO– que puede ser la misma bolsa de valores, y esta finalmente a la Comisión de Valores de Estados Unidos –SEC–.

De esta forma, la cadena de responsabilidad se ancla en la misma base de la organización, siendo supervisada por las instancias de control interno, y va subiendo en la medida en que los casos se vuelven más complejos. En otras palabras, la sanción por incumplimiento puede quedar a nivel del gerente comercial o del representante legal de la firma, o escalar al SRO en los eventos más complicados –autorregulación–, o a la misma SEC en los casos en que lo amerite por volverse un problema sistémico o, en general, un asunto federal –regulación estatal–.

Es posible decir que tal estructura de *compliance* respondería más a las necesidades desde la economía, que estaría valorando el potencial de un mercado organizado e íntegro de generar confianza, que se consideraría el mayor activo con el que se contaría. Ese sería el bien social. Por el contrario, los agentes saben que, sin dicha confianza, se destruiría la capacidad de generar negocios, produciendo un perjuicio colectivo y dando al traste con el mercado.

No habría un equivalente en el caso doméstico a esta estructura de cumplimiento, por cuanto el acatamiento de las normas se daría más con miras a evitar una investigación y/o sanción por parte de la SFC, y más recientemente, del AMV, que por el cumplimiento en sí mismo. Tal vez lo más aproximado a un arreglo como el propuesto es la existencia, a partir de la Ley 964 de 2005, del contralor normativo²⁰, que tendría como objetivo establecer procedimientos y proponer a la junta directiva de la firma la adopción de medidas para garantizar el cumplimiento de las normas y los comportamientos éticos por parte de los integrantes de una firma. Así, el papel teórico del contralor normativo, establecido en la Ley Marco del mercado de valores, es el de "establecer los procedimientos para asegurar que se cumplan las leyes, reglamentos, estatutos, y, en general, toda la normatividad y medidas internas de buen gobierno corporativo, códigos de ética, buena conducta y transparencia comercial que tengan relación con las actividades de la entidad" (SFC, 2010).

1.3.2 *El enforcement de arriba hacia abajo: visión desde el Estado*

La estructura de supervisión de arriba hacia abajo es la que se estructura a partir del Estado, que impone en la ley cuando se configura una infracción a las normas del mercado, y a partir de allí, investiga, procesa y, si es del caso, sanciona a los infractores. Esta estructura es más de tipo fiscalizador, por cuanto el camino correcto es acusar, probar y sancionar a quienes incumplan con las disposiciones, siguiendo al efecto el procedimiento administrativo establecido, que incluye: pliego de cargos, notificaciones, período de pruebas, debido proceso y derecho de defensa, cierre de investigación, y sustanciación y graduación de sanción, entre otros.

20 Ver Ley 964 de 2005 artículo 21. Las funciones del contralor normativo se deben cumplir sin perjuicio de las del revisor fiscal y el auditor interno.

Este marco de supervisión estatal tiene el problema de que si no se tienen bien definidos los incentivos que desestimen las conductas, termina siendo un saludo a la bandera. Para ABELLA (2011), falta desarrollo al marco institucional del mercado en lo concerniente a supervisión, por cuanto algunas conductas infractoras no están bien definidas, dentro de las infracciones no se incluyen algunas conductas, entre otras, y algunas conductas importantes –como la manipulación de especies– no tienen aún sanción por parte del supervisor²¹.

Desde luego, lo que corresponde examinar aquí es lo concerniente a las funciones de inspección y vigilancia que tiene la SFC, y que son de carácter subjetivo. Pero también está el asunto concerniente a la supervisión de emisores de valores, que es de carácter objetivo, y el correspondiente a las empresas que hagan parte de un grupo económico. En tal caso, cobra gran importancia la obligación de suministro al mercado y a los inversionistas de información relevante relativa a las terceras partes o partes relacionadas, y lo que estaría por ver sería la capacidad de coordinación dentro de la compleja estructura de competencias del supervisor estatal, para establecer los efectos potenciales de dicha información sobre la entidad emisora.

Por último, dada la condición de grupo financiero en el que participaban, tanto entidades sometidas a inspección y vigilancia –la SCB y la SAI–, como a control –el emisor de valores–, así como otras entidades no supervisadas por la SFC, es menester realizar un comentario acerca de la capacidad de supervisión de dicha entidad sobre los conglomerados de los que hacen parte entidades del sector real²². Al respecto, no es claro que la entidad supervisora tenga reales competencias para efectuar una vigilancia integral, más cuando se trate de prevenir o anticipar una crisis. Realmente las competencias en este campo de la Delegatura de Conglomerados y Gobierno Corporativo son más del estilo de identificar, emitir concepto, recomendar o proponer, cuando lo que realmente se requeriría es contundencia en las órdenes desde el Estado con la debida anticipación, para suspender conductas o actuar en un determinado sentido que realmente permitan conjurar una crisis (BLANCO C., 2013).

2. LAS ORGANIZACIONES DE ENFORCEMENT DEL MERCADO DE VALORES

En esta sección se realiza un ejercicio de aplicación del marco teórico propuesto, utilizando al efecto información principalmente del caso de InterBolsa. Al efecto, se realiza un análisis del marco institucional de supervisión para períodos de normalidad y para períodos de crisis, tanto para lo que se ha denominado el *enforcement* de abajo hacia arriba –partiendo de la base de la SCB–, como de arriba hacia abajo –tomando como referencia en primera instancia el trabajo de supervisión de la SFC–.

21 Aunque sí por parte del autorregulador. Al respecto, ver BLANCO C. (2013).

22 Cfr. Decreto 4327 de 2005, artículos 27, 40 y 41.

2.1 El enforcement de abajo hacia arriba: compliance o cumplimiento

Según esta visión, la supervisión de las actividades parte del interior de las mismas SCB, y las entidades u organizaciones de supervisión internas corresponderían a los comités de riesgo, los auditores internos y el contralor normativo, y en general el sistema de control interno²³, mientras que las externas serían las dispuestas por la autorregulación –el AMV– y por la regulación –la SFC.

En cuanto al revisor fiscal, se prefiere incluirlo entre los supervisores internos por sus funciones relativas no solo al dictamen sobre los estados financieros de la firma, sino por su opinión sobre aspectos sobre la gestión de la misma y la detección de posibles conductas irregulares. Esto, aunque la revisoría fiscal podría tener más connotación de supervisor externo, dados los requerimientos de independencia que debe respetar según su propia regulación. En el Documento Conceptual de Gobierno Corporativo (SFC, 2010) se especifica que la supervisión es el papel fundamental de las juntas directivas, y los órganos de control son el revisor fiscal, la auditoría interna y externa, y el contralor normativo.

Siguiendo una hipotética estructura de capas de cebolla –*pill onion*– como la descrita arriba, la supervisión de las actividades de la SCB estaría a cargo de:

Comités de riesgo

Estos comités se pueden entender como parte de la estructura de buen gobierno corporativo de las firmas, y dicha estructura puede muy bien obedecer a lo establecido en el Documento Conceptual de Gobierno Corporativo (SFC, 2010). Es así que, a la luz de la RBR, en períodos de normalidad, su papel resulta crucial para la detección oportuna y corrección de las situaciones de riesgo inherente, interno y externo que puedan poner en peligro a la firma. Como se vio, si dicha función se cumple, sería posible prevenir situaciones que pudieran llevar a una crisis.

El hecho es que la efectividad del comité de riesgo de la SCB InterBolsa quedó en entredicho a la luz de los resultados conocidos, en materia, entre otros, de las operaciones de reporto sobre acciones de Fabricato ya conocidas y la subsecuente situación de iliquidez que enfrentó²⁴. Esto indicaría, o bien fallas en la ejecución de dicho comité, o que los informes relativos a su gestión no fueron lo suficientemente contundentes, o que estos no fueron tenidos en cuenta al momento de tomar decisiones por parte de los directivos²⁵.

23 No se incluye al oficial de cumplimiento para actividades de previsión de lavado de activos.

24 Una revisión del tema de operaciones repo en el caso de InterBolsa se puede ver en BLANCO C. (2013).

25 A los miembros del comité de riesgo les fueron achacados cargos penales. Ver: "Imputan cargos a directivos del Comité de Riesgos de InterBolsa", en el diario *El Tiempo* del 03 de octubre de 2013. Disponible en http://www.eltiempo.com/justicia/ARTICULO-WEB-NEW_NOTA_INTERIOR-13100204.html. Consultado el 09 de octubre de 2013.

Sistema de control interno

El control interno es uno de los elementos fundamentales del buen gobierno corporativo de la sociedad. Según el Documento Conceptual de Gobierno Corporativo (SFC, 2010), su papel fundamental es verificar y evaluar las medidas tomadas por la junta directiva y la alta dirección en la consecución de objetivos como mejoramiento de la eficiencia y eficacia en las operaciones; prevención y mitigación de fraudes; realización de una adecuada gestión de riesgos; aumento de la confiabilidad y oportunidad de la información, y logro de un adecuado cumplimiento de la normatividad y regulaciones aplicables a la organización.

El sistema de control interno de InterBolsa habría quedado en entredicho a la luz de los resultados de la firma que desembocaron en la crisis.

Contralor normativo

Como ya se indicó, el papel del contralor normativo es crucial para garantizar el cumplimiento de las disposiciones que gobiernan el mercado, en el desarrollo normal de las operaciones. Sin embargo, en la realidad, dicho contralor normativo ha sido motivo de críticas, empezando porque no hay claridad sobre una definición: es, al mismo tiempo, un órgano externo, una figura, un cargo, un funcionario, un órgano de control, un estándar internacional... (BERMÚDEZ, 2012), e igualmente, no es clara la efectividad de su actuación en el desestímulo a las conductas irregulares.

Según informe preparado por el AMV (2011), a efectos de verificar la efectividad del contralor normativo, sus funciones resultarían redundantes en relación con otras, como los comités de riesgo ya anotados, las de los auditores internos o las del revisor fiscal de la firma, e igualmente se presentan problemas de coordinación, confusiones por las múltiples interpretaciones de sus funciones, y duplicaciones respecto de su papel en la supervisión de las sociedades. En relación con sus funciones, no es claro si estas son de asesoría, de verificación, de recomendaciones sobre el diseño y ejecución de políticas, procedimientos y controles, o de ejecución de pruebas. Esto al punto que en los comentarios al informe del AMV se recomienda que los presupuestos monetarios destinados por las firmas al contralor normativo debieran ser reasignados a los revisores fiscales (*ídem*).

Lo cierto es que en el caso de InterBolsa, los resultados de la gestión del contralor normativo fueron francamente negativos, a la luz de los resultados de crisis en los que se vio envuelta la firma, y su papel fue muy cuestionado²⁶.

Revisor fiscal

La definición y las funciones del revisor fiscal están determinadas en la Ley 42 de 1993 y su respectiva reglamentación. En períodos de normalidad su papel se centra en realizar dictá-

26 A lo anterior se agrega que quien fungía como contralor normativo de la SAI InterBolsa había sido sancionado en 2010 por incumplimiento de sus funciones en una SCB diferente a InterBolsa.

menes sobre la situación financiera de las firmas a su cargo, así como auditorías financiera, de cumplimiento, de gestión y de control interno, que es como el Consejo Técnico de la Contaduría Pública entiende la realización de una auditoría integral (CTCP, s.f.). Esto, con el fin de proporcionar valor agregado a los servicios que presta una revisoría fiscal, ya que de otra manera se convertiría en una carga o gasto para la entidad (*ídem*).

Así mismo, según el Documento Conceptual de Gobierno Corporativo (SFC, 2010), la principal función del revisor fiscal está centrada en los aspectos contables de la firma, y debe ser totalmente independiente de la misma.

El hecho es que, no obstante que el revisor fiscal de la SCB InterBolsa habría cumplido su papel, se dio la situación de crisis ya conocida, lo cual hace surgir la pregunta sobre la efectividad de la figura. Ante la situación, surgen opiniones como las que plantean que el revisor fiscal debería tener, no solo conocimientos especializados sobre su rol en los campos contables y de auditoría, lo que nadie discute, sino también en el caso específico de una SCB, respecto de lo que concierne al funcionamiento de los mercados financieros, la detección del riesgo y la implantación de correctivos, más cuando se trataba de una empresa TBTF.

Desde este punto de vista, la revisoría fiscal no habría hecho lo necesario para advertir sobre los riesgos en los que estaba incurriendo la firma, con lo que no solo esta se puso en peligro, sino también a todo el mercado.

Autorregulación

En esta categoría se deben considerar dos organizaciones: la bolsa de valores –hasta 2005– y el autorregulador del mercado –desde 2006. Como se sabe, a partir de la Ley Marco del mercado de valores, la capacidad de autorregulación en lo que concierne a procesos sancionatorios se dio la posibilidad de que el autorregulador fuera un ente diferente a la bolsa de valores²⁷, cuestión que fue reglamentada después, dando paso a la creación del AMV, aunque dejando a la bolsa su capacidad de expedir reglamentos operativos.

Respecto de la actual capacidad de reglamentación de la BVC, para el caso que nos ocupa son importantes los referentes a las operaciones de reporto o repo, que jugaron un papel primordial en la crisis de InterBolsa²⁸. Así las cosas, si bien la bolsa había reglamentado lo concerniente a dichas operaciones y sus garantías, no le correspondía suspender las operaciones sobre las acciones de la Bolsa Mercantil de Colombia, de Fabricato o de la misma InterBolsa –emisor de valores–, que fueron subyacentes de las operaciones repo que desarrolló la SCB, ni sancionar eventuales situaciones de riesgo derivadas de las mismas.

27 Cfr. Ley 964 de 2005 artículos 24 en adelante.

28 Dichas operaciones están reglamentadas en el Decreto 2555 de 2010 Título 3 Libro 36 Parte 2, que dispone la posibilidad de realizar dichas operaciones sobre títulos inscritos por parte de aquellas entidades a las que se los permita su propio régimen legal, la constitución de garantías sobre las mismas, la necesidad de que los subyacentes permanezcan en poder de la bolsa, y la obligación de reglamentación de temas tales como la necesidad de pago inmediato de las operaciones en caso de incumplimiento.

Por su parte, y por disposición legal, el AMV tiene funciones de reglamentación, de supervisión y de sanción²⁹, y comparte las dos últimas con la SFC, como se mencionó en la sección correspondiente al marco teórico. El hecho es que, en el transcurso de los meses previos a la crisis de InterBolsa, el AMV produjo un significativo número de alertas a la SFC, por situaciones que consideró por fuera de la normalidad³⁰.

Ya materializada la crisis, el papel del AMV se concentra en la realización y culminación de procedimientos sancionatorios por cuestiones anteriores a la misma.

Superintendencia Financiera de Colombia

Las funciones de la SFC en materia sancionatoria están claramente establecidas en la regulación, en particular en el Decreto 4327 de 2005. Para el caso en estudio son de resaltar las concernientes a la Superintendencia Delegada de Intermediarios de Valores y otras entidades vigiladas, a la que le corresponde la inspección y vigilancia de las SCB y también, aunque no son estudiadas en este documento, las referentes a la Delegatura de Emisores de Valores y Portafolios de Inversión –por los casos de InterBolsa como emisor de valores y de la SAI InterBolsa como administradora de carteras colectivas–, y posiblemente las correspondientes a la Delegatura de Riesgo de Conglomerados y Gobierno Corporativo –en lo que concierne al Grupo InterBolsa–.

Además, respecto de la supervisión de las firmas, el Documento Conceptual de Gobierno Corporativo (SFC, 2010) especifica que las delegaturas de supervisión institucional del supervisor estatal tendrán a su cargo la existencia y correcto funcionamiento de un sistema de control interno adecuado, que cumpla con lo que determina la regulación.

El papel de la SFC en este tema, y en lo concerniente a la SCB, se puede revisar en dos sentidos: en situaciones de normalidad y en circunstancias de crisis. En el primer caso, la inspección y vigilancia de la entidad supervisora se materializó en la apertura, proceso y sanción en cinco resoluciones de sanción institucionales y dos personales entre 2001 y 2011, como se observa en la siguiente tabla:

29 Cfr. Ley 964 de 2005 artículo 24.

30 Según informe en el debate de control político realizado por el Representante a la Cámara SIMÓN GAVIRIA el 06 de diciembre de 2012, el AMV envió a la SFC informe que daba cuenta en 2011 de 123 alertas sobre subastas de volatilidad de la acción de la BMC, involucrada en repos realizados por la SCB InterBolsa, e igualmente en dicho año (abril y de julio a noviembre), de 1.481 alertas por ingreso de órdenes en cantidades superiores al parámetro establecido (GAVIRIA, 2012). Al respecto, la SFC indicó que fue dicha entidad la que solicitó el mencionado informe, y que el mismo correspondía a las investigaciones que desarrollaba la entidad. Ver: SFC, Comunicado de prensa del 05 de diciembre de 2012 en www.superfinanciera.gov.co / Sala de prensa.

TABLA 5 SANCIONES A LA SCB INTERBOLSA EN EL PERÍODO 2001 A 2011

Año	Cargos	Sanción	Resolución
2001	Desvío de dineros de clientes y utilización de recursos de los comitentes en los negocios de la sociedad.	Multa por \$32 millones, disminuida a \$23 millones.	Res. 189/01; Res. 020/03 (recurso)
2003	(i) En cuanto a asuntos contables: atraso en libros, ausencia de orden cronológico en registros contables, no reconocimiento de hechos económicos en la contabilidad, operaciones por cuenta propia no registradas en la contabilidad; (ii) relacionadas con clientes: administración de portafolios de terceros sin autorización, destino diferente de los dineros de los clientes, ausencia de soporte escrito en las órdenes de renovación de los clientes, indebida aplicación de fondos del mandante; (iii) relacionadas con operaciones: operaciones no representativas del mercado.	Multa por \$160,8 millones, disminuida \$140,8 millones; suspensión por tres días (cumplida el 24, 25 y 26 de diciembre de 2003).	Res. 679/03; Res. 827/03 (recurso).
2004	No registro en la contabilidad de contingencias generales en operación de opción.	Multa de \$10 millones.	Res. 327/04.
2006	Infracción al régimen cambiario por información extemporánea al Banco de la República sobre declaración de cambio.	Multa de \$45 millones. Disminuida a \$10,8 millones.	Res. 1144/06; Res. 961/07 (recurso).
2006	Incumplimiento del artículo 9 libro 9 del reglamento del SEN.	Multa de \$38,9 millones.	Res. 2046/06; Res. 1077/08 (recurso).
2009	Personal representante legal: uso indebido de información privilegiada.	Inhabilidad.	Res. 1321/09; Res. 911/11 (recurso).
2009	Personal miembro de junta directiva: uso indebido de información privilegiada.	Inhabilidad.	Res. 1320/09; Res. 910/11 (recurso).

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

Un asunto que pondría en entredicho la efectividad de la regulación sancionatoria es que las pocas sanciones impuestas a la firma no fueron óbice para la recurrencia de las conductas, tal como se pudo establecer con posterioridad a la crisis de la firma en 2012. Claramente el monto de las multas o la suspensión de tres días a la operación de la firma, por demás en período de vacaciones, no desestimularon la ocurrencia de actuaciones irregulares, si se observa que, después de la crisis, fue evidente que la firma continuaba, no solo con conductas contra el mercado, sino con aquellas que configurarían abuso de los clientes. Sin embargo,

en el interregno entre 2003 y 2012 no aparecen sanciones por dichas conductas, no obstante el alto número de alertas emitidas por el AMV, tal como ya se indicó.

De otro lado, las facultades propiamente de intervención de la SFC fueron ejercidas siguiendo con lo establecido en el EOSF, que estipula que, en el evento de incumplimiento de la SCB, la Superintendencia realiza la intervención, primero para verificar la viabilidad de la firma y su capacidad de generar condiciones de desarrollar su objeto social y operaciones que le permitieran devolver los dineros de los clientes –Resolución 1795 de noviembre de 2012–, y pocas horas después, previo concepto del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras –FOGAFIN–, para realizar la liquidación administrativa de la firma –Resolución 1812 de 2012–, de forma tal que se conjuró la crisis sistémica.

2.2 El enforcement de arriba hacia abajo: la supervisión estatal

En el otro sentido, una evaluación del marco institucional de la supervisión vista desde el Estado y no desde el mercado, invertiría el orden de las organizaciones que se ocupan de la supervisión de las actividades de las firmas. Así, para el caso que nos ocupa, lo que habría que evaluar es la capacidad de la SFC de realizar la inspección y vigilancia de las firmas en períodos de normalidad, anticipando una crisis y respondiendo rápidamente a la misma, como la que se presentó con InterBolsa a inicios de noviembre de 2012.

Así las cosas, además de examinar el modelo de RBR emprendido por la SFC, es necesario revisar el papel del supervisor como parte de la red de seguridad del sistema financiero amplio. De igual manera, algunas entidades que no hacen parte del sistema financiero tienen un papel que cumplir en el caso de una crisis; tales entidades son: la Fiscalía General de la Nación –FGN– y la Superintendencia de Sociedades –SS. Por último, las entidades que hacen parte del mercado como la Bolsa de Valores de Colombia –BVC–, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte –CRCC– y el depósito de valores –DECEVAL–, que maneja el sistema de compensación y liquidación, también tienen importantes papeles que cumplir, por cuanto es necesario finiquitar las operaciones que hubieran quedado pendientes.

El objetivo final de todo lo anterior es preservar la confianza pública en el sistema.

Aplicación del modelo de RBR al caso de InterBolsa

Según se puede ver en BLANCO, tomando como base la propuesta de LAZEN (2004), un modelo de RBR tiene los siguientes pasos: 1) verificar los objetivos de la regulación; 2) identificar las fuentes y factores de riesgo de incumplimiento de dicha regulación; 3) identificar la probabilidad de que tal riesgo se dé; 4) determinar los mecanismos de gestión y control del riesgo; 5) establecer el impacto del riesgo sobre la industria, y por último, 6) asignar los recursos de supervisión en consecuencia (BLANCO, 2010). Una explicación de tales pasos se observa en la siguiente tabla:

TABLA 6 PASOS TEÓRICOS DE UNA RBR DE UNA SCB

Pasos de la RBR	Descripción
Verificar los objetivos de la regulación.	Entregar información; cumplir la regulación; mitigar, o al menos, controlar, riesgos previamente identificados.
Identificar las fuentes y factores de riesgo de incumplimiento.	Dichos factores y fuentes de riesgo corresponden a: riesgos inherentes, riesgos internos y riesgos externos a la firma en cuestión. Dentro de los primeros se cuentan: líneas de negocios, decisiones estratégicas, características de los clientes; los internos corresponden a: adecuación de los recursos, políticas de personal, tecnología e informes financieros, entre otros, y dentro de los externos están: entorno económico y político, volatilidad de los mercados, cambios regulatorios y estructura del sistema financiero.
Identificar la probabilidad de que tal riesgo se dé.	Se clasifica en riesgo alto o bajo, dependiendo más de factores cualitativos que cuantitativos.
Determinar los mecanismos de gestión y control del riesgo.	Aquí se evalúa la capacidad de la firma de identificar y controlar su riesgo. Es de suponer que los informes del comité de riesgos y de la revisoría fiscal deberían dar luces respecto de este punto. Igualmente, algunos elementos que podrían contribuir al logro de este aspecto son: la cultura de cumplimiento, la calidad de la auditoría, la relevancia del control interno, el papel de la junta directiva y la calidad de la administración.
Establecer el impacto del riesgo sobre la industria.	En este paso se verifica el tamaño de la entidad; la cantidad de inversionistas; las inversiones involucradas; los resultados financieros; el volumen de activos administrados; el número de clientes, y la importancia de la firma (TBTF), entre otros factores. Esto con miras a medir el posible impacto del riesgo en caso de que se materialice.
Asignar los recursos de supervisión.	Se trata de asignar recursos técnicos y humanos prioritariamente a las entidades que representen un mayor riesgo para el sistema.

Fuente: Elaboración propia.

A pesar de que no se cuenta con información que permita determinar si un modelo como este fue aplicado en el caso de InterBolsa, se podría concluir que si la SFC hubiera utilizado un modelo de RBR, el mismo no habría dado resultados positivos. Así, tal como está configurada la supervisión, el objetivo de la aplicación de un modelo como este habría estado dirigido a establecer el riesgo de insolvencia de la SCB.

Al respecto, tal como fue comunicado de manera oportuna, InterBolsa tenía el día anterior a su intervención un índice de solvencia de 22,7%, muy superior al 9,0% de patrimonio técnico a activos ponderados por nivel de riesgo requerido por la regulación³¹. Al mismo tiempo, se habrían pasado por alto situaciones preocupantes, como las correspondientes al nivel de liquidez que podría tornarse crítico dada la evolución que traían las operaciones repo en las que estaba comprometida la firma, que por demás representaban un importante

31 Ver informes financieros reportados a la SFC y comunicado de prensa de dicha entidad. Disponible en www.superfinanciera.gov.co.

porcentaje de su patrimonio contable; las recurrentes conductas contra el mercado ya comentadas; el que no se tuviera claridad entre el público respecto de las interrelaciones con otras empresas del grupo financiero, ni cuál era verdaderamente la entidad que cotizaba en bolsa³², y el difícil entendimiento de cómo funcionaba el grupo empresarial y cómo se transmitía el riesgo entre las partes relacionadas.

No obstante lo anterior, la oportuna intervención de la SFC cuando se dio el incumplimiento de un crédito *intradía* con un banco comercial, permitió poner un límite a la crisis que se avecinaba, dado el tamaño de la SCB. Esto evidenció, de un lado, que el problema de InterBolsa no era de solvencia sino de liquidez, y de otro, que las limitaciones a las competencias del supervisor no le permitieron actuar realmente con un carácter preventivo, sino reactivo, como ha sido lo tradicional.

Red de seguridad del sistema financiero

La red de seguridad del sistema financiero está conformada por las entidades que deben intervenir en caso de presentarse un riesgo para el sistema. Según FOGAFIN (2009), dicha red está conformada por el supervisor, el regulador, el banco central y el fondo de seguro público. El supervisor –la SFC–, interviene inmediatamente se presenta una causal con el fin de sacar del mercado a la entidad en crisis; el regulador –MHCP–, establece disposiciones que ayuden a conjurar la crisis; el banco central –Banco de la República, BR–, suministra recursos al sistema en su función de prestamista de última instancia, y el fondo de aseguramiento de la confianza pública como es el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras –FOGAFIN–, verifica la viabilidad de la firma con problemas y su capacidad de devolver los recursos y activos de los inversionistas que los habían confiado a la SCB³³.

El caso es que las entidades mencionadas cumplieron de forma adecuada su papel: inmediatamente se detectó la crisis, se levantó la red de seguridad del sistema. La SFC intervino para liquidar la firma una vez verificada la inviabilidad de seguir funcionando y obtener recursos para devolver a los clientes, lo anterior según concepto de FOGAFIN; el MHCP dispuso que en el inmediato plazo el traslado de los recursos administrados por InterBolsa como creador de mercado de TES a otra entidad financiera, y en el mediano plazo proyectos de reforma a la regulación, entre otros, de las operaciones repo, y el BR estableció un cupo de liquidez de Col\$300.000 millones –US\$154 millones– para las sociedades comisionistas que requirieran de liquidez.

32 Para algunos inversionistas, la entidad inscrita a cotización era la SCB. Incluso para algunos comisionistas y posiblemente dentro de la SFC, era confusa la situación. Respecto de las diversas operaciones de reorganización empresarial que dieron lugar a la SCB y a la *holding*, ver BLANCO (2013).

33 Esta función es distinta de la que cumpliría en el caso de una entidad del sistema financiero intermediado, en cuyo caso su papel es el de anticipar a los ahorradores la devolución de sus depósitos en las entidades intervenidas, y la de proveer recursos a las mismas mediante operaciones de capitalización o de adquisición de activos, pasivos y contratos.

Actuación de otras entidades en la crisis de InterBolsa

En cuanto a la Superintendencia de Sociedades –SS–, su papel en la crisis derivó de la participación de InterBolsa en un grupo financiero. Así, la SS ordenó la reorganización del grupo InterBolsa y designó un agente especial para este cometido; realizó una intervención de las entidades que no estaban bajo la vigilancia de la SFC para hacer los balances, liquidar compañías y recuperar activos a fin de pagar a los acreedores, incluyendo a los inversionistas de fondos o suscriptores de emisiones realizadas por empresas del grupo en el extranjero, y ordenó la liquidación judicial, por primera vez en la historia, de un emisor de valores que estaba activo en la BVC.

Por su parte, la Fiscalía General de la Nación –FGN– entró en escena cuando se detectó que posiblemente algunas de las conductas que habrían llevado a la crisis de la SCB estarían catalogadas como delitos. En tal caso, la FGN realizó la apertura de varios procesos penales a los involucrados, inicialmente por incumplimiento de reglas sobre deber de asesoría, conflictos de interés, normas del mercado con afectación de los precios de las acciones y no realización de operaciones de oferta pública de adquisición –OPA. Además, algunos de los procesos en curso, que no tienen que ver en algunos casos con normas del mercado de valores, se refieren a manipulación de especies inscritas, administración desleal, concierto para delinquir, fraude y estafa³⁴.

De otro lado, aun cuando no están estrictamente dentro del ámbito de la supervisión, fue muy importante la participaron en la reacción a la crisis de la SCB InterBolsa de entidades que hacen parte del mercado, tales como la BVC, el Depósito Centralizado de Valores –DECEVAL– y la Cámara de Riesgo Central de Contraparte –CRCC. Esto fue necesario dado que se requería suspender la cotización de especies involucradas en las operaciones repo, dar cumplimiento a operaciones pendientes, resolver los asuntos relacionados con garantías y terminar los procesos de compensación y liquidación que estuvieran abiertos³⁵.

De lo anterior se colige que una visión de la supervisión para afrontar una crisis no solo pasa por la necesaria coordinación al interior del supervisor estatal, sino que requiere de un alto nivel de acuerdo con otras entidades públicas y privadas para dar lugar a cursos de acción que, en primera instancia, paren la crisis, pero también controlen sus efectos negativos. Esto, además de la coordinación con supervisores en el extranjero en jurisdicciones donde InterBolsa como grupo económico tenía intereses, como es el caso de Estados Unidos, Brasil y Curazao, entre otras. La pregunta que queda es si, dados los requerimientos en materia de producción normativa, el actual marco institucional de la supervisión es el que minimiza los costos, no solo de la crisis, sino también de la intervención del Estado,

34 Ver comunicado de prensa de la FGN disponible en www.superfinanciera.gov.co/ Sala de prensa.

35 Algunas de las actuaciones fueron: la suspensión por parte de la BVC de la cotización de la acción de Fabricato; el cumplimiento por parte de la bolsa de 17.951 operaciones realizadas entre el 3 y el 13 de noviembre de 2012 por valor de Col\$961.000 millones (US\$493 millones); la terminación de 3.719 operaciones repo por valor de \$964.000 millones (US\$494 millones); la resolución de \$400.000 millones (US\$205 millones) en garantías a contrapartes que se habían otorgado, involucrando a la CRCC, y la terminación de los procesos de compensación y liquidación de las mismas por parte de DECEVAL.

o hubiera sido preferible activar instrumentos para prevenir que tal crisis se diera, imponiendo requerimientos para control del riesgo por parte de la SCB, afinando la supervisión sobre el grupo financiero o, en último caso, propiciando una salida ordenada del mercado de la sociedad comisionista.

3. CONCLUSIONES

La inquietud que generó este trabajo fue si el marco institucional para la supervisión de las actividades de intermediación en Colombia era la adecuada. Del ejercicio de aplicación realizado al caso de la quiebra de la SCB InterBolsa, se pudo establecer, de un lado, que no funcionó un hipotético modelo de RBR establecido para períodos de normalidad, que teóricamente debería haber permitido prevenir una situación de crisis. Pero de otra parte, la capacidad de la SFC de reaccionar ante dicha situación de crisis, interviniendo a la comisionista con fines de liquidación, permitió conjurar de forma oportuna la crisis sistémica que se habría ocasionado, eso sí con un costo que eventualmente se habría podido morigerar de haber funcionado el modelo.

Otra cuestión que se observó del análisis de la situación estudiada es que una visión del *enforcement* de abajo hacia arriba permitió establecer la ineffectividad de las instancias de supervisión interna de las firmas, desde el comité de riesgo hasta la revisoría fiscal, pasando por el contralor normativo. El gran peso de la supervisión parecería que recaería en los órganos externos, en concreto en el AMV y su capacidad de general alertas, y de desarrollar su procedimiento disciplinario.

Pero en últimas a quien se achaca la responsabilidad del fracaso de InterBolsa es a la SFC, que vio pasar varias situaciones que por demás eran llamativas: una compleja autorización de escisión, fusión y nueva licencia para la SCB; muy pocas sanciones en un largo período, por conductas que, luego se evidenció, continuaron después de la sanción, y que en algunos casos involucraban a clientes; un número significativo de alertas por parte del AMV por cuestiones relacionadas con las órdenes de los clientes y las operaciones que tenían que ver con los repos adelantados por la firma, y la incapacidad de vigilar a los conglomerados financieros que involucran a entidades por fuera del ámbito de supervisión de la entidad.

Por último, en lo que concierne a la SCB es notable la actuación de la red de seguridad del sistema financiero al momento de la crisis, conformada, además de por la SFC, por el MHCP, el BR y FOGAFIN. E igualmente, se relieves la actividad coordinada desarrollada por las "autoridades" privadas del mercado, como son la BVC, la CRCC y DECEVAL, en la culminación de las operaciones que se encontraban abiertas al momento de la intervención de la firma.

El trabajo deja más preguntas que respuestas. Sin embargo, lo acontecido induce a pensar que sería conveniente realizar una revisión de las estructuras y competencias de supervisión a fin de aumentar la efectividad del *enforcement*, visto en su sentido amplio: aumentar la capacidad de supervisión estatal de intervenir antes de que se materialice una crisis; mejorar las competencias en el caso de la supervisión de conglomerados; evaluar y mejorar la suficiencia de las sanciones administrativas para prevenir conductas contra el mercado; revisar

las competencias de sanción de la bolsa en el caso de las operaciones de reporto; eliminar, si es del caso, la figura del contralor normativo, y evaluar el papel de las revisorías fiscales.

Por último, cabe preguntarse si lo que sucede más bien es que estamos ante una "cultura del desacato" a las normas, como la que documenta GARCÍA VILLEGAS (2009): de aquí surge la cuestión respecto de si lo que debería preguntarse es, no por qué no se cumplen las normas, sino cuáles son las razones altruistas, nobles, razonables, por las cuales sí se cumplen. De no ser así, podría estarse ante la situación de que el imperio de la ley queda supeditado a la conveniencia personal de los agentes, haciendo perder legitimidad al Estado. Como decía AYALA (1999), el marco institucional termina siendo inútil ante la tendencia al incumplimiento de los agentes.

BIBLIOGRAFÍA

- ABELLA, G. (2011). "Un examen del régimen de infracciones y sanciones administrativas del mercado de valores colombiano bajo la óptica de los objetivos de la Ley 964 de 2005", en M. y BAQUERO, *Cinco Años de la Ley 964 de 2005: ¿se están cumpliendo los objetivos?* (pp. 277-316). Bogotá: Universidad Externado de Colombia.
- AMV, A. d. (23 de nov. de 2011). *Rol de los órganos de control interno: una reflexión sobre las funciones del contralor normativo*. Disponible en <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/InformeComentarios.pdf>. Consultado el 09 de octubre de 2013.
- ARBELÁEZ, M. A. (2002). *Mercado de capitales colombiano en los noventa*. Bogotá: Alfaomega.
- AYALA, J. (1999). *Instituciones y Economía: una introducción al neo-institucionalismo económico*. México: Fondo de Cultura Económica.
- BALDWIN, R. M. (2012). *Understanding Regulation, Theory, Strategy and Practice*. Oxford: Oxford University Press.
- BERMÚDEZ, H. (2012). *¿Existe un panóptico que nos permita comprender la babel existente en torno al contralor normativo en Colombia?* Disponible en http://www.javeriana.edu.co%2Fpersonales%2Fhbermude%2Fensayos%2Fcontralornormativo%2Fcontralornormativo.pptx&ei=P8RVUuqNDJK89QS_xoHwDg&usg=AFQjCNF-DyglakOM63fj. Consultado el 09 de octubre de 2013.
- BLANCO, C. (2007). "El nuevo marco institucional del mercado público de valores en Colombia", en *Revista Contexto de Derecho y Economía*, n.º 21, 57-78.
- BLANCO, C. (2010). "La Regulación Basada en Riesgo: herramienta para la protección de los inversionistas consumidores?", en A. ZAPATA, *Derecho Internacional de los Negocios: Alcances* (vol. III, pp. 91-136). Bogotá: Universidad Externado de Colombia.
- BLANCO, C. (2013). "La regulación del mercado de valores en Colombia en el período 2007-2012 y el Caso de InterBolsa: un análisis del marco institucional del mercado de valores (WP)". Inédito a ser publicado en *Serie de Derecho Económico III: AED, nuevas vertientes y diferentes aplicaciones*. Bogotá: UEC.
- CTCP, C. T. (S.F.). *Pronunciamiento 7 sobre Revisoría Fiscal*. Disponible en <http://www.gerencie.com/revisoría-fiscal.html>. Consultado el 11 de octubre de 2013.
- FOGAFIN, F. D. (2009). *Crisis financiera colombiana en los años 1990. Origen, resolución y lecciones institucionales*. Bogotá: Universidad Externado de Colombia.

- GARCÍA, M. (2009). *Normas de papel, la cultura del incumplimiento de reglas*. Bogotá: Siglo del Hombre Editores-DeJusticia.
- GAVIRIA, S. (2012). *InterBolsa, la jugada que no tuvo final feliz*. Bogotá, D.C. .
- IOSCO, I. O. (2003). *Principles and Objectives of Securities Regulation*. Disponible en <http://www.iosco.org>.
- LANNOO, K. &. (2010). "Capital Markets Regulation Revisited", en L. H. (ed.), *Regulated Exchanges: Dynamic Agents of Economic Growth*. Oxford: Oxford University Press.
- NORTH, D. (1992). *Transaction Costs, Institutions, and Economic Performance*. Disponible en International Center for Economic Growth: http://pdf.usaid.gov/pdf_docs/PNABM255.pdf. Consultado el 08 de Mar. de 2013.
- PINZÓN, M. (2010). *Aproximaciones al Análisis Económico del Derecho*. Bogotá: Universidad Externado de Colombia.
- RUBIO, M. (2007). *Economía Jurídica. Introducción al Análisis Económico del Derecho Iberoamericano*. Bogotá: Universidad Externado de Colombia.
- SFC, S. F. (20 de oct. de 2010). *Documento Conceptual de Gobierno Corporativo*. Disponible en <http://www.superfinanciera.gov.co/GobiernoCorporativo/doccongb200810pub.pdf>. Consultado el 09 de octubre de 2013.
- SFC, S. F. (2011). *Lineamientos Estratégicos 2011-2014*. Disponible en <http://www.superfinanciera.gov.co/NuestraSuperintendencia/lineamientosestrategicos2011-14.pdf>. Consultado el 09 de octubre de 2013.