

# ¿La autorregulación del mercado de valores es un complemento o una extralimitación a la estructura del sistema financiero en Colombia?

## Is the Self-Regulation of the Stock Market a Complement or an Excess of the Structure of the Financial System in Colombia?

María Alejandra Cabrera López\*

### Introducción

La Real Academia de la Lengua Española (2019) define *autorregulación* como “acción y efecto de autorregularse”, donde *autorregularse* es “regularse por sí mismo”. Por consiguiente, para efectos del presente ensayo se va a entender este concepto como “determinar las reglas o normas a que debe ajustarse alguien o algo”.

Rosillo Rojas (2008) menciona que la autorregulación surge de manera espontánea por la necesidad para determinar los lineamientos de una actividad deter-

minada, generando que los individuos participen de esa actividad sigan dichas reglas por convicción propia y así se materialice un mecanismo efectivo de autorregulación. Adicionalmente, existe también un regulador “primario” que será el Estado, y como veremos más adelante, el alcance y la profundidad de este mecanismo dual estará sometido al grado de intervención estatal dado en determinadas áreas, específicamente en el mercado de valores.

Sin embargo, planteamos un interrogante que se fundamenta en el alcance otorgado por Colombia a los mecanismos de autorregulación frente a los organismos estatales creados para controlar, vigilar e inspeccionar las actividades de los agentes intervinientes en

\* Estudiante de IV año de Derecho en la Universidad Externado de Colombia. Correo electrónico: maria.cabrera04@est.uexternado.edu.co

el mercado de valores en Colombia. De esta manera podríamos preguntarnos si estos poderes conferidos responden subordinadamente a los otorgados a las superintendencias o, por el contrario, los supera.

Es así como este escrito se dividirá en tres secciones respondiendo al planteamiento anterior. La primera sección abarcará una explicación sobre el concepto de autorregulación y las distintas clasificaciones dadas en la doctrina. La segunda sección tendrá como fin explicar la evolución de la autorregulación del mercado de valores en Colombia, sus fines y el rol que cumple frente a la Superintendencia Financiera. Para finalizar, la tercera sección estará encaminada a dar las conclusiones sobre el análisis realizado a lo largo del escrito.

## Concepto de autorregulación

Para poder entender qué es *autorregulación* debemos remitirnos a un concepto que no pertenece únicamente al campo económico o jurídico. Tiene un antecedente dentro de la actividad humana, como lo menciona Darnaculleta i Gardella (2003), quien propone que en la sociedad se destacan los subsistemas sociales, que responden a la necesidad cada vez mayor de cubrir los campos especializados que el Estado no puede abarcar. Estos individuos pertenecientes a los subsistemas desarrollan actividades conexas,

las cuales pronto empiezan a demandar una esfera normativa que se creará por los individuos y, posteriormente, se institucionaliza en grupos organizados y jerárquicos.

Así mismo, debemos entender mejor a los subsistemas sociales, razón por la cual Darnaculleta i Gardella (2003) retoma en su estudio la *teoría de los sistemas* (creada por Niklas Luhmann en 1970), donde se desarrolla la premisa de que existe una mayor capacidad de algunos subsistemas sociales frente al Estado para satisfacer una necesidad específica. Explica entonces que Luhmann entiende la sociedad como un conjunto de subsistemas sociales organizados, los cuales cumplen una función especializada dado el grado de complejidad de la sociedad en la cual nos encontramos. Esta función especializada es el factor diferenciador entre cada subsistema y también determina la manera en cómo se van a relacionar con los demás.

La forma de creación de cada subsistema se genera cuando alguno de los ya existentes no puede entender y, en consecuencia, hacerse cargo de una nueva y desconocida disciplina, arte o ciencia; esto genera el nacimiento de un subsistema con sus propias reglas y lenguaje. También destaca que cada uno, en su autorregulación, no se encuentra vinculado al Estado, pero esta función se soporta gracias a algunos de los planteamientos desarrollados por la teoría

luhmaniana<sup>1</sup>. Para finalizar, resalta que la creencia en esta teoría de una autorregulación está acuñada por la creciente desconfianza con la que cuenta el Estado en la mayoría de los casos.

Ahora bien, esta autorregulación puede ser entendida o desarrollada materialmente de varias maneras. Es así como Rosillo Rojas (2008) menciona dos clases de autorregulación dadas en la doctrina, exponiendo que existen formas en las que se puede entender la autorregulación, a las cuales nos podríamos referir con posterioridad. Explica que se puede entender, en primer lugar, la *autorregulación pura y simple*, donde los particulares de un subsistema toman las decisiones sobre sus reglas sin la intervención del Estado. En segundo lugar, podemos entender la *autorregulación regulada*, la cual es donde el Estado interviene y fija ciertos parámetros para su desarrollo.

Simultáneamente, Howell E. Jackson y Stavros Gkantinis (2007), citados por Mauricio Rosillo Rojas (2008), señalan

1 Explica que existen tres planteamientos sobre la teoría que la sustentan: (1) *dominio directo sobre el arte o ciencia*, pues los subsistemas las desarrollan mejor que nadie pues las conocen a fondo, y además desbordan capacidades con las cuales el Estado no cuenta; (2) *autonomía*, al relacionarse o friccionarse con derechos fundamentales ayuda a construir una barrera frente a la posible intervención del Estado; y (3) no están limitados, pues pueden articularse entre los subsistemas en unidades más amplias dentro del mundo globalizado, diferente al Estado que tiene más barreras.

que a nivel mundial se conocen tres modelos de autorregulación. El primero es el *modelo de gobierno* y se caracteriza por una significativa autoridad ejercida por el Estado, la cual le deja poco espacio de actuación a los mercados de valores. Al mismo tiempo está el *modelo flexible*, en el mercado tendrá mayor campo de acción, pero el Gobierno aún intervendrá fijando políticas generales. Por último está el *modelo de cooperación*, donde el mercado de valores y sus actores podrán tener poderes reguladores a través de organismos autorreguladores, sin embargo, el Estado tendrá funciones de supervisión y sanción frente a la actividad del mercado.

Actualmente, el común denominador en la autorregulación es la intervención del Estado, condicionada a que el grado de alcance y desarrollo de la autorregulación en un país dependerá en gran medida al grado de esta intervención estatal (Rosillo Rojas, 2008). Entre menos intervenga el Estado, mayor será el espacio de acción de la autorregulación y viceversa.

Según lo planteado anteriormente, autorregulación podría ser

la manifestación social de la adopción, a partir del respeto de los intereses generales, de parámetros y reglas dentro de un sistema, organización o actividad, con el propósito de ordenar las actuaciones y comportamientos, procurando el bien común (Rosillo Rojas, 2008).

## El caso colombiano

Dentro del caso colombiano, por otro lado, va a existir una evolución de la autorregulación, obedeciendo a los conceptos expuestos y a la evolución estructural del mercado de valores en Colombia.

La autorregulación no puede darse si no existe un mercado específico y especializado dentro del cual actuar, y es por esto que, como explica Maximiliano Rodríguez (2014), en Colombia el punto de partida se da cuando se crea la Bolsa de Valores de Bogotá en 1929. Se caracteriza esta primer etapa por manifestar una autorregulación *pura y simple*, velando por el cumplimiento de las normas internas y el juzgamiento de sus miembros; cada bolsa podía optar por tener su propio autorregulador mediante un órgano social llamado *cámara disciplinaria*, la cual estaba incluida dentro de su estructura organizacional.

Con el paso del tiempo se expide el Decreto 2969 de 1960 que consagra formalmente en Colombia la figura de autorregulación. Esto con el objetivo fundamental de organizar el mercado y velar por el cumplimiento de las normas y el juzgamiento de sus miembros. Adicionalmente, en su artículo 7, el Decreto le da facultad al superintendente bancario de suspender o revocar el permiso de funcionamiento de las bolsas de valores cuando estas

no se ajusten a las leyes y estatutos del sistema financiero, mostrando una intervención mínima del Estado con respecto al mercado de valores y realizando una transición, como lo precisa Rosillo Rojas (2008), a una *autorregulación regulada*.

Más adelante, al expedirse la Ley 27 de 1990, se establece en su artículo 2.c la existencia obligatoria de un órgano de fiscalización y vigilancia denominado *cámara disciplinaria de la bolsa* y decreta la intervención de sus miembros buscando una participación razonable, contando con participantes externos a las bolsas de valores que serían determinados por la Comisión Nacional de Valores.

Con la expedición de la Constitución Política de 1991 se declara de interés público la actividad bursátil y se faculta al gobierno para adecuar la estructura del mercado de valores. Es así como se expide el Decreto 2739 de 1991, el cual delega las funciones de la Comisión Nacional de Valores y la transforma en la Superintendencia de Valores. Desde este momento contó con la intervención de la Superintendencia en las cámaras disciplinas las bolsas de Medellín, Bogotá y de Occidente antes de su integración en 2001, como lo resalta Mauricio Rosillo Rojas (2008).

Posteriormente se crea la ley marco del mercado de valores, Ley 964 de 2005, que en sus artículos 6 y 7 explica las

facultades que tendrá el gobierno para intervenir en el mercado, además de reorganizar la estructura interna de la Bolsa de Valores de Colombia, ratificando la cámara disciplinaria y creando paralelamente la figura del rector del mercado, el cual contaba con total independencia del gobierno. Es así como Colombia concreta un modelo de cooperación para la autorregulación del mercado de valores.

El gobierno nacional, a través del Decreto 1565 de 2006, establece facultades que ellos asumirán en la intervención del mercado, donde pueden llegar a tener funciones de regulación concretamente en los casos donde emiten las resoluciones sobre temas como límites a las tasas de interés. Sin embargo, dispone unos márgenes de actuación en la intervención de los organismos autorreguladores, como lo será, por ejemplo, “no realizar gestiones que generan duplicidad con la Superintendencia Financiera de Colombia”.

Así mismo, la ley marco establece límites por parte del gobierno para respetar la actuación de los autorreguladores, mostrando así que la estructura que existe hoy en día reconoce como un complemento la intervención estatal y la autorregulación. El legislador, mediante la Ley 964 de 2005, también le reconoce, en su artículo 24, tres funciones a los organismos autorreguladores:

Artículo 24. Del ámbito de la autorregulación. La autorregulación comprende el ejercicio de las siguientes funciones:

- a) Función normativa: Consistente en la adopción de normas para asegurar el correcto funcionamiento de la actividad de intermediación.
- b) Función de supervisión: Consistente en la verificación del cumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación.
- c) Función disciplinaria: Consistente en la imposición de sanciones por el incumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación.

Los organismos de autorregulación en Colombia deben actuar dentro de este marco de normas otorgados por el legislador, donde la Superintendencia Financiera podrá proceder e intervenir sobre ellos cuando deban sancionarlos por un incumplimiento en sus funciones.

Por otra parte, el Decreto 1565 de 2006, en su artículo 4, establece las condiciones para que una institución pueda ser autorregulador. No obstante, a pesar de la existencia de varios organismos autorreguladores en el país, este decide unificarlos en una sola institución, creando así el Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia

(AMV), sin descartar la posibilidad de que otras entidades puedan solicitar ser autorreguladores ante la Superintendencia Financiera.

En resumen, la estructura de la regulación en el mercado de valores en Colombia hoy en día inicia con la facultad constitucional otorgada al presidente de la república para garantizar un adecuado funcionamiento del mercado. Así pues, este delega sus funciones a la Superintendencia Financiera, la cual se ocupará de las actividades de inspección, vigilancia y control como policía administrativa, institución de naturaleza pública. En segundo lugar y de forma independiente tanto a la Bolsa de Valores como al gobierno se encontrará el AMV, organismo de autorregulación de naturaleza privada que se encargará de las funciones de supervisión, funciones disciplinarias y funciones normativas (Ley 964 de 2005). Por lo tanto, para garantizar una eficiente actuación por ambos organismos, estos pueden suscribir memorandos de entendimiento en los casos que lo requieran.

No obstante, a pesar de todos los lineamientos anteriormente dados, esta ley marco fue demandada ante la Corte Constitucional, ya que el actor demandante consideró, entre otras cosas que el gobierno nacional delegaba funciones a una entidad privada, queriendo convertir una función pública en una función privada. La

Corte Constitucional resuelve esta problemática y aclara varios puntos sobre la función de la autorregulación en Colombia mediante sentencia C-692/07:

el esquema de autorregulación previsto en la Ley 964 de 2005 no sustituye ni limita la facultad del Presidente de la República para ejercer la inspección, vigilancia y control sobre la actividad bursátil, llevada a cabo por conducto de la Superintendencia Financiera, por las siguientes razones:

- Extendió la práctica de la autorregulación a otros sectores de dicho mercado donde ya existía, sin que por ese solo hecho pueda aducirse que lo hizo a título de delegación de funciones.

- La autorregulación en el mercado bursátil no conlleva delegación de funciones públicas [...] la autorregulación y la regulación estatal no son actividades excluyentes, pues las dos se articulan entre sí con un propósito común.

Resulta irrelevante que el autorregulador proceda de uno u otro modo respecto de alguno de los agentes sometidos a su competencia, pues, en todo caso, la Superintendencia Financiera está habilitada para ejercer su función pública respecto del mismo sujeto o asunto, sin que se comprometa el principio de *non bis in idem*, ya que se trata de competencias distintas que operan en escenarios diferentes. La primera en el ámbito del derecho privado, la segunda en el campo del derecho público.

## Conclusiones

Como se evidenció a lo largo del texto, la autorregulación en Colombia a partir de la Ley 964 de 2005 y el Decreto 1565 de 2006 está pensada de tal manera que encaje y se complemente con la función pública sin extralimitarla, obedeciendo así a los mandatos constitucionales sin exceder las facultades que debe ejercer el gobierno nacional. Así mismo, los mecanismos de autorregulación surgen en la mayoría de los casos por una necesidad de profesionalizar y estructurar los mercados emergentes cuando el Estado no cuenta con la suficiente experiencia, evitando de tal manera que se generen incluso externalidades negativas dentro de las áreas especializadas.

Simultáneamente, estos procesos son graduales e históricos, y responden a las necesidades particulares de cada mercado, verbigracia las distintas regulaciones que tiene cada país que serán imperantes y que sin embargo se acogen actualmente a unos objetivos principales a nivel mundial dados por la Organización Internacional de Reguladores del Mercado de Valores (IOSCO), esto con el fin de seguir unos lineamientos generales para dar mayor seguridad al mercado a nivel mundial.

En conclusión, para Colombia, la autorregulación implica un complemento de sus funciones para dar soporte a los distintos fines que debe

garantizar el Estado, y en algunos casos de manera más concreta podrá regular el mercado de valores gracias a su mayor capacidad de manejo de este.

## Referencias

DARNACULLETA I GARDELLA, M. (2003). *Derecho administrativo y autorregulación: La autorregulación regulada* (Tesis doctoral). Departament de Dret Públic, Universitat de Girona.

JACKSON, H. E., & GKANTINIS, S. (2007). Market as Regulator: A Survey. *California Law Review*, (80).

REAL ACADEMIA DE LA LENGUA ESPAÑOLA. (2019). *Diccionario de la Lengua Española*. <https://dle.rae.es/>

RODRÍGUEZ, M. (2014). Concepto, alcance y estructura de la autorregulación en el mercado de valores colombiano. *Revista E-Mercatoria*, 13, 29-96.

ROSILLO ROJAS, M. (2008). La autorregulación en el mercado de valores. *Revista de Derecho Privado*, (34).

## Jurisprudencia y normatividad

Congreso de la República, Ley 27 del 20 de febrero de 1990, por la cual se dictan normas en relación con las bolsas de valores, el mercado público de valores, los depósitos centralizados de valores y las acciones con dividendo preferencial y sin derecho de voto.

Congreso de la República, Ley 964 del 8 de julio de 2005, por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno

Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones.

Corte Constitucional, sentencia C-692/07, del 5 de septiembre de 2007, M. P. Rodrigo Escobar Gil. <https://www.corteconstitucional.gov.co/relatoria/2007/C-692-07.htm>

Presidencia de la República, Decreto 2969 del 26 de diciembre de 1960, sobre Bolsas de Valores.

Presidencia de la República, Decreto 2739 del 6 de diciembre 1991, por el cual se adecua la estructura de la Comisión Nacional de Valores a su nueva naturaleza de Superintendencia.

Presidencia de la República, Decreto 1565 del 19 de mayo de 2006, por el cual se dictan disposiciones para el ejercicio de la actividad de autorregulación del mercado de valores.