

FUNDACION PARA LA EDUCACION SUPERIOR Y EL DESARROLLO



***ANALISIS Y EVALUACION DEL MARCO JURIDICO E INSTITUCIONAL
DEL SISTEMA REGULATORIO DEL MERCADO DE CAPITALES
COLOMBIANO***

Ulplano Ayala

Juanita Olaya

Santafé de Bogotá D.C.

ANÁLISIS Y EVALUACIÓN DEL MARCO JURÍDICO E INSTITUCIONAL DEL SISTEMA REGULATORIO DEL MERCADO DE CAPITALES COLOMBIANO

PRIMERA PARTE: MARCO JURIDICO E INSTITUCIONAL DEL SISTEMA REGULATORIO COLOMBIANO

PRIMERA PARTE: MARCO JURIDICO E INSTITUCIONAL DEL SISTEMA REGULATORIO COLOMBIANO	1
A. ASPECTOS CONSTITUCIONALES DE LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA	1
1. El modelo económico Constitucional en Colombia	1
2. La intervención del Estado en la economía bajo la Constitución de 1991: estructura de objetivos y competencias.	4
(a) Distribución de competencias en la intervención estatal	8
(b) Alcance de la facultad de intervención estatal	9
B. LA LEY 35 DE 1993 Y LOS PRINCIPIOS ORIENTADORES DE LA INTERVENCIÓN DEL ESTADO EN LAS ACTIVIDADES DE MANEJO, APROVECHAMIENTO E INVERSIÓN DE LOS RECURSOS PROVENIENTES DEL AHORRO PRIVADO.	12
C. LA ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL DEL SISTEMA REGULATORIO DEL MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA: SUS FUNCIONES Y COMPETENCIAS	16
1. La función reglamentaria	16
(a) El Congreso de la República	17
(b) La Sala General de la Superintendencia de Valores: estructura y competencias	17
(1). La reglamentación expedida por la Sala General	20
(2). Asuntos de competencia del Superintendente, previo concepto de la Sala General	23
(3). Funciones reglamentarias a cargo del Superintendente	24
2. La función de Inspección, vigilancia y control	25
D. INCIDENCIA DE OTRO TIPO DE LEGISLACIONES DENTRO DEL SISTEMA REGULATORIO DEL MERCADO DE CAPITALES	30
1. Aspectos previos	30
2. La Legislación Societaria	30
3. La Legislación Penal	37
4. La Legislación Tributaria	40
5. La Legislación Contable	41
E. BASES LEGALES Y ESTADO ACTUAL DE LA AUTORREGULACIÓN	42
1. Bases Legales	42
2. La Autorregulación en el sistema regulatorio actual	43
SEGUNDA PARTE: EVALUACIÓN DEL MARCO JURIDICO E INSTITUCIONAL DE LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES COLOMBIANO	45
A. EVALUACIÓN DEL MARCO JURÍDICO E INSTITUCIONAL DE LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES	45
1. Las Bases Constitucionales del Sistema Regulatorio	46
2. La Ley Marco para la Intervención Gubernamental en los Sectores Financiero, Asegurador y Bursátil : Ley 35 de 1993	51
3. Aspectos reglamentarios y organizacionales de la Sala General de Valores y del Superintendente de Valores	55
4. Inspección, vigilancia y control	58
B. OTROS ASPECTOS Y EFECTOS DEL SISTEMA REGULATORIO	59
1. Incertidumbre regulatoria	59
(a) Factores No Institucionales	60
(1) Volatilidad del mercado.	60
(2) El temor de los funcionarios públicos	61
(b) Factores Institucionales	62
(1) Incertidumbre generada por las decisiones jurisdiccionales	62
(3) Las dificultades de integración y las incompatibilidades entre diferentes sistemas normativos.	67
2. Perspectivas para la autorregulación en Colombia	68
3. La reglamentación de la integración del mercado de capitales colombiano	71
4. los intermediarios del mercado	73
5. Requisitos de capital	75
6. Regulación de grupos financieros	78

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES PARA LA MISION	86
BIBLIOGRAFIA	80
	83

ANÁLISIS Y EVALUACIÓN DEL MARCO JURÍDICO E INSTITUCIONAL DEL SISTEMA REGULATORIO DEL MERCADO DE CAPITALES COLOMBIANO

Documento elaborado por Ulpiano Ayala y Juanita Olaya para la Misión de Estudios del Mercado de Capitales.*

En la primera parte de este documento se hace una descripción general del sistema regulatorio en Colombia. Partiendo del marco que da la Constitución y la orientación que ha dado la Ley a la intervención estatal, describen las organizaciones que participan en el sistema regulatorio. Luego se introducen otras legislaciones no particulares al mercado de capitales, para mostrar la manera como inciden en su sistema regulatorio particular y las bases legales existentes para la autorregulación.

En la segunda parte, se analizan y evalúan las reglas del juego y los procedimientos de intervención, reglamentación y supervisión descritos en la primera sección sobre el mercado de capitales colombiano con el objetivo de examinar el sistema regulatorio, indagando su potencial para enfrentar las tendencias funcionales actuales y posibles del mercado, cómo puede contribuir a cumplir objetivos prudenciales y promocionales y si facilita el cambio institucional necesario. Para ello, se utiliza el marco de referencia que aportan el análisis económico de las instituciones (en particular la regulación del mercado de capitales) y el examen de las experiencias internacionales en la materia¹

PRIMERA PARTE: MARCO JURÍDICO E INSTITUCIONAL DEL SISTEMA REGULATORIO COLOMBIANO

A. Aspectos constitucionales de la regulación del mercado de capitales en Colombia

1. El modelo económico Constitucional en Colombia

La constitución de 1991 no introdujo cambios fundamentales en cuanto al modelo económico se refiere. De hecho, tanto en esta, como en la Constitución de 1886 junto con sus modificaciones, se optó por no comprometer su texto con un

* Los autores agradecen la colaboración del doctor Gustavo Morales Cobo y Carolina Vera en la elaboración de este artículo.

¹ Este marco se encuentra en el documento titulado "Las Instituciones, Funciones y Regulación del Mercado de Capitales: su enfoque económico, comparaciones y tendencias internacionales" preparado también por Ulpiano Ayala y Juanita Olaya para la Misión de estudios para el Mercado de Capitales.

modelo económico particular, sino mas bien con unos instrumentos que, operando con base en principios generales, permiten implementar diversos modelos económicos.

De hecho, en ambas Constituciones se hizo explícita la libertad económica y la propiedad privada como principios rectores y derechos específicos², limitados exclusiva y excepcionalmente por el interés general, que debe ceder al interés particular, por el bien común y la función social de la propiedad.³

En esta medida se mantiene en 1991 el esquema de una economía fundada en la propiedad privada y en la libertad, morigerado por la primacía del interés público y el contexto de un Estado Social de Derecho, a partir de lo cual se justifica la existencia de instrumentos de intervención del Estado en la economía.

No obstante, en ocasiones se argumenta el paso del Estado liberal al neoliberal en la “nueva” constitución. Dicha mención, debe entonces hacer referencia no tanto al modelo económico constitucional, sino a la diferencia cualitativa que implica el ubicar el sistema dentro del marco de un Estado Social de Derecho. Los fundamentos de la intervención del Estado en la economía, no cambian substancialmente de una constitución a otra, pero si cambia su contexto. También, cambia la estructura organizacional de competencias de la intervención del Estado en la economía.

En efecto, el esquema de Estado Social de Derecho plasmado expresamente en la constitución colombiana (Artículo 1) hace alusión a un Estado activo, garante y propiciador de unos derechos fundamentales que constituyen las condiciones mínimas de existencia de un ser humano. Esta acepción, trae consecuencias importantes para la legislación económica y en especial, para el principio de libertad económica y de libertad de empresa:

² Artículo 32 de la constitución de 1886, según el texto de la última reforma (1968) y el artículo 333 de la Constitución de 1991.

³ En la Constitución de 1991 se adicionó la función ecológica como otra limitación al derecho de propiedad.

- Introduce una limitante a dichas libertades en la medida en que el interés común y la responsabilidad de garantizar la efectividad material de otros derechos fundamentales, justifica la facultad de restringirlas.
- Supone necesariamente que la constitución debe interpretarse y aplicarse armónica e integralmente. En esta medida, ningún derecho fundamental, ni aún de aquellos que aluden a la esfera económica, es absoluto. Encuentra su límite natural no solo en los otros derechos, sino en el ejercicio del mismo por parte de otros ciudadanos.
- Justifica la existencia de toda una maquinaria estatal destinada a preservar la eficacia de esos derechos en aras de lo que se ha llamado el "orden público económico"

Al referirnos a la intervención del Estado en la economía, necesariamente estamos hablando de un contexto normativo en donde el principio general es la libertad. De lo contrario la intervención carecería de contenido y sentido. Por esto mismo, la consecuencia primordial de la intervención (o regulación) es la limitación de los derechos derivados del principio de libertad, en este caso, especialmente la libertad económica. Con esto, es posible afirmar también que allí donde el Estado interviene se generan restricciones al funcionamiento del mercado que es objeto de regulación.

Por su parte, la libertad económica, dentro del contexto de la Constitución Política de 1991 y una interpretación armónica y coherente de la misma, no puede ser entendida exclusivamente en sí misma. Esta es consecuencia inmediata del respeto a la propiedad privada, se concreta en los derechos a la libertad de empresa e iniciativa privada y va aparejada de otros derechos de corte económico como la libertad de asociación, el derecho a la intimidad, el derecho a la información y el derecho al trabajo, por citar algunos. De esta manera, una excepción a dicho principio (de libertad económica), no puede entenderse simplemente como la restricción al derecho de libertad de empresa e iniciativa privada, sino que tiene consecuencias hacia aquellos otros derechos que se interconectan para hacerla efectiva.

2. La intervención del Estado en la economía bajo la Constitución de 1991: estructura de objetivos y competencias.

Atendiendo los principios del Estado liberal, la Constitución de 1886 había establecido la intervención del Estado en la economía como limitante a la autonomía de la voluntad privada y, por lo tanto, como excepción al principio de libertad económica.

Para lo anterior, dispuso el mandato de intervención en dos normas distintas. La primera, entendida como un mandato general de intervención mediante ley (art. 32) que coexistió con la segunda (artículo 120 numeral 14) que atribuyó al Presidente de la República la facultad propia de intervenir en "las actividades de personas naturales o jurídicas que tengan por objeto el manejo o aprovechamiento e inversión de fondos provenientes del ahorro privado".

A partir de la coexistencia de estos dos textos se suscitaron varias polémicas jurídicas, con incidencia en el ejercicio de las facultades allí contenidas. Una primera polémica giró en torno a si esta última era un caso particular del general contenido en el artículo 32 o si era simplemente un caso distinto. De ser entendida como un caso distinto, debería estar fundamentada en el logro de los objetivos especiales en ella previstos. Para muchos, esta, sería la única justificación de haberla incorporado de manera separada y bajo un tratamiento de competencias diferente a la contenida en el artículo 32.

Otra de las polémicas se centró precisamente al rededor del tema del procedimiento, por cuanto se discutió la competencia y el alcance de las facultades del Presidente para intervenir en las actividades relacionadas con el manejo y aprovechamiento del ahorro público. Con algunas variaciones doctrinarias y jurisprudenciales, se aceptó en todo caso que la intervención contenida en el artículo 120-14 no requería de una ley previa para su ejecución.

También se aceptó que se trataba de una facultad presidencial propia. Sin embargo, se discutió si las normas expedidas en ejercicio de dicha facultad tenían el carácter y fuerza de una ley o de un simple acto administrativo. Así mismo, se discutió

sobre el carácter exclusivo de dichas facultades, en tanto que de entenderse como exclusivas, implicarían que el Congreso carecía de toda competencia para expedir normas relacionadas con el tema.

Revisando los antecedentes de la reforma de 1968 se encuentra que la disposición introducida al artículo 120 numeral 14 se justificó principalmente a partir del temor de que no quedara comprendida la facultad de intervenir en las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión del ahorro privado dentro del texto del artículo 32, por una parte. Por la otra, se justificó bajo la necesidad de intervenir directamente en una actividad de vital importancia para la economía⁴.

De una u otra manera, el esquema de intervención en el mercado de capitales (entendido bajo el contexto de las actividades que involucran el manejo del ahorro privado) respondía, bajo la constitución de 1886, al siguiente sistema de principios:

- 1°. Se respeta la libertad económica y la iniciativa privada
- 2°. Estas facultades deben ser ejercidas entro de los límites del bien común.
- 3°. Se consideró necesario proteger el ahorro privado, por lo cual se consagró expresa y separadamente la facultad de intervenir en las actividades de las personas que tienen por objeto el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos provenientes de aquel.
- 4°. La facultad de ejercer dicha intervención estaba en cabeza del Presidente de la República, como atribución constitucional propia, sin necesidad de la mediación de una ley y por lo tanto sin la participación del Congreso.
- 5°. La facultad de inspeccionar y vigilar los establecimientos de crédito y las sociedades mercantiles se consagró en cabeza del Presidente, en la forma prevista por la ley.

⁴ En efecto, durante el debate de dicha reforma y en particular el relacionado con el texto de lo que sería el artículo 120-14, el senador Carlos Restrepo Piedradhita intervino “anotando que el vocablo “inspección” es muy policivo pero que el poder interventor sobre el banco de emisión está consagrado en el artículo 32, aunque evita equívocos el que se repita”. Por su parte, el doctor Dario Echandia también intervino interrogando “si la facultad que se piensa otorgar al ejecutivo se ejerce en desarrollo de la ley o autónomamente, pues en el primer caso se repetiría el artículo 32” y afirmando “En aquello que toca con el ahorro privado, la disposición busca atender a los clamores que para su protección se han elevado, ya no solamente por el destino que a él puede darse -renglón importantísimo de un país que necesita la acumulación de capital para su impulso de desarrollo- sino por que se trata del esfuerzo en veces denodado de gentes modestas que restringen sus escasos consumos en búsqueda de un mejor futuro propio o de sus descendientes” ... “hace indispensable la vigilancia de los poderes públicos, para proteger mejor el ahorro de los colombianos y estimularlo...” (subrayado fuera de texto).

Manteniendo los principios de un Estado liberal, pero dentro del marco de un Estado Social de Derecho⁵ en la Constitución de 1991 también se consagró expresamente el principio de la libertad económica, en el artículo 333: *"La actividad económica y la iniciativa privada son libres, dentro de los límites del bien común" (...) "La libre competencia es un derecho de todos que supone responsabilidades." (...) "El Estado, por mandato de la ley, impedirá que se obstruya o restrinja la libertad económica y evitará o controlará cualquier abuso que personas o empresas hagan de su posición dominante en el mercado nacional. La ley delimitará el alcance de la libertad económica cuando así lo exijan el interés social, el ambiente y el patrimonio cultural de la nación"*

Posteriormente, en el artículo 334, se consagra también la potestad del Estado como director general de la economía. El cual, podrá intervenir para *"Racionalizar la economía, con el fin de conseguir el mejoramiento de la calidad de vida de los habitantes, la distribución equitativa de las oportunidades y los beneficios del desarrollo y la preservación de un ambiente sano."* (...) *"dar pleno empleo a los recursos humanos y asegurar que todas las personas, en particular las de menores ingresos, tengan acceso efectivo a los bienes y servicios básicos."* y (...) *"promover la productividad y la competitividad y el desarrollo armónico de las regiones."*

Así, frente a la constitución de 1886, la de 1991 establece una especie de jerarquía entre los objetivos: algunos son instrumentos para otros fines, unos son más generales que otros.

En resumen, se establecen a nivel constitucional, dos tipos de limitaciones a la libertad económica:

- 1°. Aquellas que naturalmente señalan el bien común, el interés social, el ambiente y el patrimonio cultural de la Nación.
- 2°. Aun cuando podrían ser categorizadas dentro del interés social, se encuentran aquellas limitaciones que las circunstancias coyunturales señalan y que justifican la intervención del Estado, esto es, la limitación de la libertad económica, en aras de lograr los objetivos mencionados en el artículo 334 y reseñados arriba.

⁵. Por esta razón muchas veces se habla de neoliberalismo y no simplemente de liberalismo.

Sin embargo, repitiendo el esquema de la Constitución anterior, se introduce en el artículo 335, una mención especial y particular para la intervención en las actividades relacionadas con el manejo, aprovechamiento e inversión de los fondos provenientes del ahorro privado. En efecto, en el artículo 335 se establece:

“Las actividades financiera, bursátil y aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos de captación a que se refiere el literal d) del numeral 19 del artículo 150 son de interés público y solo pueden ser ejercidas previa autorización del Estado, conforme a la ley, la cual regulará la forma de intervención del gobierno en estas materias y promoverá la democratización del crédito.”

Tal distinción nos coloca, al igual que con la constitución anterior, en la posición de determinar si dicha intervención es de una naturaleza distinta a la consagrada en el artículo 334 o si solo se trata de un caso particular⁶. Lo primero, implicaría que como actividad estatal, se fundamenta en principios distintos a aquellos implícitos en el artículo 334, de la misma manera que puede apuntar a objetivos distintos de los consagrados en este. Lo segundo, implicaría que estaría regida por principios y objetivos propios y diferentes, como es el caso de la democratización del crédito, que se hace explícito en el artículo transcrito.

En principio, su inclusión se justifica a partir de la necesidad de mantener la confianza en el sistema financiero y de esta manera, hacer posible la movilización del ahorro privado para financiar las actividades económicas productivas⁷. De esta manera, puede afirmarse que el principio bajo el cual se amparaba la intervención del Estado en las actividades financiera,

⁶ Revisando los antecedentes de estas normas en las actas de la Asamblea Nacional Constituyente, se encuentra que en los textos de las propuestas no se encuentra justificación explícita al tratamiento especial y distinto frente al texto del artículo 334. De cierta forma, los planteamientos se centran en los mismos argumentos que se expusieron con la reforma de 1968 para la inclusión del artículo 120 numeral 14, directo antecedente y equivalente del actual 335.

⁷ Ver por ejemplo el Infome-Ponencia sobre regulación financiera, crédito, deuda externa, comercio exterior y régimen de aduanas presentado por los ponentes Rafael Ignacio Molina Giraldo, Rodrigo Lloreda Caicedo, Miguel Antonio Yepes Parra, Carlos Ossa Escobar, Carlos Lemmos Simmonds y Oscar Hoyos Naranjo. En Gaceta Constitucional, jueves 18 de abril de 1991, página 12; también el Informe -Ponencia para primer debate en Plenaria de los mismos autores y sobre el mismo tema en Gaceta Constitucional, Miércoles 15 de mayo de 1991, página 7.

aseguradora y bursátil en la Constitución de 1886⁸ se mantiene incólume en la Constitución de 1991, aunque no sucede lo mismo con el contexto dentro del cual se produce y la competencia para el ejercicio de las facultades que origina.

El entorno jurídico de la intervención, así expuesto, plantea unos interrogantes que intentaremos exponer a continuación, y que resultan de necesaria consideración para establecer el entorno de la regulación del mercado de capitales en Colombia.

(a) Distribución de competencias en la intervención estatal

La principal variación sustancial respecto de la intervención del Estado frente a la Constitución de 1886, consiste en cambiar las competencias en la materia. En efecto, en la Constitución de 1991 se intentó clarificar la distribución de competencias entre el Ejecutivo y el Legislativo, limitando la intervención del Gobierno a lo que se disponga mediante una Ley, que en este caso es del tipo de Ley Marco.

Como se expuso, bajo la Constitución de 1886 correspondía al Presidente, como atribución constitucional propia intervenir en las actividades de las personas que tuvieran por objeto exclusivo el manejo, aprovechamiento y la inversión de fondos provenientes del ahorro privado. Esto implicaba por una parte, que bajo la interpretación más laxa (y no obstante posible) el Ejecutivo podría intervenir sin la mediación del Congreso, quien además carecería entonces de competencia para regular la materia. Sin embargo, en torno a las distintas interpretaciones que dieron tanto el Consejo de Estado como la Corte Suprema de Justicia, se suscitó tal confusión que en ocasiones esta facultad era utilizada y en otras, se acudió preferentemente al trámite de una ley.

En la Constitución de 1991 se aclara el panorama de las competencias haciendo explícito que:

⁸ Vale la pena aclarar que entonces no se hacía mención específica a estos sectores sino en general, a las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de los fondos provenientes del ahorro privado.

- 1°. El Congreso de la República es el competente para dictar normas (leyes) de carácter general (leyes marco) que regulen la forma como el Ejecutivo realizará la intervención en el sector financiero, bursátil o asegurador.
- 2°. Dichas leyes son las llamadas leyes marco, que según la doctrina y la jurisprudencia, son leyes de carácter general, que señalan los principios que deben guiar la actuación del ejecutivo.
- 3°. El Ejecutivo, deberá someterse a dichas normas en ejercicio de sus facultades de intervención.
- 4°. Las normas que, en desarrollo y ejecución de dicha ley expida el ejecutivo, son de naturaleza reglamentaria y no legal⁹.
- 5°. Son funciones distintas y excluyentes de aquellas asignadas al Banco Central en materia de política crediticia, monetaria y cambiaria.

Con lo expuesto, se hace evidente que el mantener un texto constitucional específico y especial para la intervención en las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos del ahorro privado ya no se justifica por unas competencias distintas según el sector intervenido, sino que solo se justifica por la particularidad de sus objetivos: la democratización del crédito y por la categorización de estas como de interés público.

(b) Alcance de la facultad de intervención estatal

Otra diferencia frente a la Constitución anterior se presenta al hacer explícitos en el artículo 355 los sectores objeto de regulación: las actividades financiera, aseguradora y bursátil, incluyendo también cualquier otra actividad relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos provenientes del ahorro privado.

Como otra diferencia importante estos sectores son catalogados explícitamente en el texto como actividades de INTERES PUBLICO. Esta categorización, justifica entonces la intervención y control del Estado para adecuarla a dicho interés. Pero

⁹ No obstante, este punto también es hoy en día discutido jurídicamente. Ver por ejemplo, YOUNES MORENO, Diego. Derecho Constitucional Colombiano, Segunda Edición, 1995, Ediciones Jurídicas Gustavo Ibañez.

conlleva también el instaurar un mecanismo de intervención permanente. En efecto, de acuerdo con los artículos 333 y 334, la intervención del Estado en la economía se justifica, entre otros, por el interés social (público). Esto es, de manera excepcional, las libertades económicas se pueden restringir por este motivo. Si el motivo es permanente, lo cual sucede al calificar determinada actividad como de interés público, la intervención también lo es.

La implicación práctica de esta consecuencia, es que estas actividades se desarrollan dentro de un mercado que no se estructura libremente, esto es, por las reglas propias de su funcionamiento, sino por la forma establecida en el ordenamiento jurídico.

Este punto, nos permite plantear otro interrogante relacionado con el objeto de este documento: cuales son entonces los sujetos y el objeto de la intervención y por lo tanto, destinatarios de la regulación a que hace alusión el artículo 335 de la Carta ?

Esta discusión de alguna manera se planteó bajo el texto de la constitución anterior (1886). En aquella época, las principales argumentaciones jurisprudenciales y doctrinarias llevaron a las siguientes conclusiones, basadas principalmente en el tenor literal de la norma:

- 1°. Los sujetos destinatarios de la intervención eran solo aquellas personas que tuvieran por objeto exclusivo el manejo, aprovechamiento e inversión de los fondos provenientes del ahorro privado.
- 2°. Dada la definición constitucional, podría afirmarse que dichos sujetos eran entonces los intermediarios del sector financiero (en alguna medida incluyendo conceptualmente el asegurador y el bursátil) ya que son estos los únicos agentes que simultáneamente manejan, aprovechan e invierten los recursos provenientes del ahorro público.
- 3°. El objeto de la intervención serían las ACTIVIDADES de dichos sujetos, y por tanto al no hacer referencia no existirían facultades para intervenir en la forma de CREACION de estos, régimen que compete exclusivamente al congreso a través de las normas societarias (para el caso de las personas jurídicas)

4°. Existiría una cantidad de personas que no estarían reguladas (sus actividades) ya que no tienen por objeto exclusivo el manejo, aprovechamiento e inversión de los fondos provenientes del ahorro privado.

Si bien el texto de la Constitución de 1991 introduce algunas variaciones, no hace claro su espectro en cuanto a los sujetos y objeto de intervención. Del texto del artículo 355 se desprenderían las siguientes características respecto de los sujetos y objeto de la intervención:

- 1°. Nuevamente señala como objeto de intervención las actividades relacionadas con el manejo, aprovechamiento y el ahorro privado y en especial, las financieras, aseguradoras y bursátiles.
- 2°. Categoriza dichas actividades como de interés público
- 3°. Condiciona su ejercicio a la autorización estatal
- 4°. Dicha autorización estatal y la intervención del Gobierno en estas actividades, está sujeta a la Ley Marco.
- 5°. Serían sujetos de la intervención todas aquellas personas que desempeñaran dichas actividades y no solamente como su objeto exclusivo.

Este esquema, produce algunas implicaciones de importancia para el sistema regulatorio del mercado de capitales. A diferencia de la Constitución anterior, es claro que ninguna persona puede desarrollar estas actividades sin autorización estatal. Por lo tanto, legalmente, no son admisibles personas que desarrollen estas actividades al margen de la regulación del mercado lo cual de alguna manera genera para los intermediarios un esquema de mercado de entrada restringida y da lugar a arbitraje regulatorio.

Si definimos la innovación dentro del mercado de capitales, no sólo como la inclusión, creación o implementación de un nuevo “producto” sino como la ampliación de las actividades desarrolladas por una persona autorizada para ejercerlas, tendríamos como principal consecuencia el que estas innovaciones solo son viables jurídicamente si están autorizadas por el Estado o están comprendidas dentro de una autorización previa, circunstancia que, aun cuando contribuye a la

seguridad del mercado, incide directamente en los costos de transacción y específicamente en los costos de entrada al mercado.

Por otra parte, la referencia a las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión del ahorro privado sugieren que los sujetos destinatarios de la regulación, son, en primera instancia, los intermediarios del mercado. Por tanto, una medida dirigida a otros agentes (como por ejemplo los inversionistas) solo sería posible si se fundamenta en el objetivo de protección que sustenta la norma y se restringe a lo concerniente al mercado de capitales.

B. La Ley 35 de 1993 y los principios orientadores de la intervención del Estado en las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos provenientes del ahorro privado.

Según se anotó en párrafos anteriores, bajo la Constitución de 1991, corresponde al Congreso de la República, a través de Leyes Marco, determinar la manera como el Gobierno intervendrá en el mercado de capitales. Esta Ley, es la Ley 35 de 1993.

El contenido y alcance de esta Ley teóricamente se determina a partir del concepto de Ley Marco. Por Leyes Marco se entiende aquellas que se caracterizan por versar sobre temas específicos determinados en la Constitución (entre ellos la actividad del sector financiero, asegurador y bursátil) y tienen por finalidad señalar de manera general los criterios y objetivos a los cuales debe sujetarse el Gobierno en el desarrollo de su actividad (en este caso particular su intervención en dichos sectores), quien actúa mediante la expedición de decretos que desarrollan dicha Ley¹⁰. En otras palabras, es una Ley mediante la cual se condiciona, de manera general, los actos del Ejecutivo. No podría entonces el Congreso dentro de una Ley Marco regular aspectos de carácter particular que son de competencia del Ejecutivo (o de la autoridad reglamentaria correspondiente). Tampoco podría el Ejecutivo sobrepasar los lineamientos determinados por el Congreso

¹⁰ Ver por ejemplo Sentencia C-311 de 1994. M.P. Dr. Vladimiro Naranjo Mesa sobre el particular.

mediante la Ley Marco. Sin embargo en la práctica ocurre que una misma ley puede contener normas de distinta naturaleza y por tanto, aunque Ley Marco en su cuerpo y origen, puede también integrar normas de facultades extraordinarias, leyes ordinarias y por lo general, acaba conteniendo normas de carácter particular, como es el caso de la Ley 35 de 1993.

En materia de intervención económica es posible afirmar que el sistema de Ley Marco permite la flexibilidad necesaria para la acción gubernamental, pero a la vez proporciona cierta estabilidad jurídica.

La Ley 35 de 1993 no introduce cambios sistémicos al mantener el esquema de intervención vigente. Por lo mismo, respecto del sector bursátil, reitera la función reglamentaria del Gobierno, delegando su ejecución mediante esta Ley a la Sala General de la Superintendencia de Valores y la función de inspección, vigilancia y control en la Superintendencia de Valores, aparentemente separada la una de la otra.

En el artículo 1° de la Ley 35 se establecen los objetivos y criterios que deben guiar la intervención del Gobierno en las actividades financiera, aseguradora y bursátil y demás relacionadas con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados por el público. Se señala primordialmente la protección y defensa del interés público de manera consistente con el fundamento constitucional de la intervención. Los otros objetivos señalados son principalmente los de protección de los ahorradores, depositantes, aseguradores e inversionistas. A su vez y de manera paralela a la promoción de la libre competencia entre las entidades que adelantan dichas actividades, se establece como objetivo, la democratización del crédito. El crecimiento del ahorro y la inversión es también un objetivo que, dentro de los anteriores aparece marginalmente.

El mercado público de valores es señalado por la Ley 35 como el objeto de la intervención del Gobierno (art. 4°)¹¹. De esta manera, el concepto amplio de interés público que fundamenta la norma constitucional tal y como se expuso en párrafos anteriores, se concreta aquí en el concepto de *mercado público de valores*, de cuya definición depende entonces el margen de acción del Estado.

Por mercado público de valores, de acuerdo con el decreto 653 de 1991¹² se entiende aquel que está conformado por “la emisión, suscripción, intermediación y negociación de los documentos emitidos en serie o en masa, respecto de los cuales se realice oferta pública, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías”.

De la anterior definición, que comprende tanto el mercado primario como el secundario, se pueden extraer dos elementos determinantes:

- los documentos emitidos en serie o en masa y
- el concepto de oferta pública.

Según la misma norma es *oferta pública* aquella dirigida a personas no determinadas o a un sector determinado o la que utiliza para su divulgación un medio de comunicación masiva. Corresponde a la Sala General dictar normas generales que permitan determinar cuando una oferta de valores tiene el carácter de pública y sus distintas modalidades. Por su parte y de acuerdo con el decreto 1168 de 1993 son *documentos emitidos en serie o en masa* aquellos que incorporando derechos patrimoniales, sean creados por un acto único o actos sucesivos de los que se originen cuando menos veinte títulos, con un patrón común, con misma naturaleza jurídica, misma ley de circulación, con vocación de circulación y que provienen del mismo emisor.

¹¹ De acuerdo con la legislación vigente antes de la expedición de la Ley 35, era también el mercado público de valores el objeto de la regulación.

¹² Mediante sentencia C-397 de 1995 de la Corte Constitucional, el Decreto 653 de 1993 fué declarado inexecutable en su totalidad. Aun a pesar de no estar vigente, se cita en varios apartes de este documento en tanto que salvo algunas normas sobre el procedimiento administrativo especial aplicable a la Superintendencia de Valores, el resto del Decreto responde simplemente a una compilación de normas que están aún vigentes con el mismo sentido y contenido.

Como quiera que corresponde a la Sala General modificar las anteriores definiciones. De esta manera, indirectamente incide sobre el alcance de las facultades de regulación de las diferentes autoridades competentes sobre el mercado.

En la Ley 35 también se determina cuáles han de ser las finalidades de la intervención que realice la Sala General de la Superintendencia de Valores¹³ y que se concretan en facultades precisas de reglamentación a que haremos alusión más adelante.

Existen además, otras normas y aspectos de carácter particular dentro del cuerpo de la Ley 35 que tienen incidencia sobre el sistema regulatorio del mercado. Estos son:

- 1°. Respecto del mercado de valores, la Ley deslinda las competencias de reglamentación de las de inspección y vigilancia asignándolas a organismos distintos.
- 2°. No altera el sistema organizacional existente antes de la vigencia de la Ley.
- 3°. Mantiene inalteradas e inalterables ciertas reglamentaciones, especialmente respecto de las operaciones autorizadas a las entidades sujetas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia de Valores.
- 4°. Le impide al Gobierno modificar las normas relativas a la estructura del sistema financiero, constitución, objeto principal forma societaria, causales y condiciones de disolución, toma de posesión y liquidación de las entidades autorizadas para desarrollar las actividades financiera, aseguradora, bursátil y las demás cuya actividad se relaciona con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados por el público. Sin embargo esta limitación no se extiende a la regulación de constitución de sociedades cuando con ocasión de ésta se efectúe una oferta pública de valores.
- 5°. Elimina el control previo a las reformas estatutarias de entidades sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Bancaria y de Valores.
- 6°. Establece que la modificación de los montos mínimos de capital que fije el Gobierno Nacional para las entidades vigiladas por la Superintendencia de Valores, sólo podrán ser modificados por Ley.

¹³ Vale la pena insistir en que estas facultades aun cuando hacen referencia en su ejercicio al Gobierno, han sido delegadas por la misma Ley en la Sala General de la Superintendencia de Valores y por lo tanto deben entenderse como referidas a este último organismo.

C. La estructura organizacional del sistema regulatorio del mercado de capitales en Colombia: sus funciones y competencias

Para efectos de categorizar las organizaciones pertenecientes al sistema regulatorio en Colombia, tendremos en cuenta dos grupos de actividades principales que se enmarcan dentro del concepto de regulación. Estas son, la **reglamentación**, como actividad mediante la cual se expiden normas de carácter general y, la **inspección, vigilancia y control**, como la actividad mediante la cual se vela por que la operación de las entidades objeto de regulación, se desarrolle dentro del marco del sistema reglamentario.

Las modificaciones introducidas con la Constitución de 1991 respecto de las competencias en materia regulatoria del mercado de capitales, solamente afectó la estructura organizacional del mismo en lo referente a los organismos superiores con funciones reglamentarias (Congreso y Presidente de la República), dejando intacta la distribución de funciones de vigilancia y control dentro de la organización estatal.

Sin embargo, en cuanto a esto último, ordenó la conversión de la Comisión Nacional de Valores en Superintendencia¹⁴. Este cambio en la naturaleza de la organización responde simplemente al reconocimiento de las labores de la Comisión como aquellas típicas de una Superintendencia. Aunque dicho cambio de forma tiene un efecto jurídico en la medida en que la naturaleza del organismo determina su relación con otras entidades del Estado, su categorización dentro de la organización estatal, el régimen de sus empleados y de alguna manera su capacidad contractual, este no puede anotarse como un cambio sustancial frente a la situación anterior.

1. La función reglamentaria

¹⁴ Artículo T52 de la Constitución Política

De acuerdo con lo dispuesto en la Constitución Política, en la Ley 35 de 1993 y en varios decretos que determinan la estructura de la Superintendencia de Valores, desempeñan dentro del sistema una función reglamentaria: el Congreso de la República, la Sala General de la Superintendencia de Valores y, de alguna manera el Superintendente de Valores.

(a) El Congreso de la República

De acuerdo con lo expuesto en párrafos anteriores, bajo la Constitución de 1991, corresponde al Congreso de la República, a través de Leyes Marco, determinar la manera como el Gobierno intervendrá en el mercado de capitales. Así las cosas, es la Ley, en sentido material y formal, la primera instancia jerárquica que rige la actividad de regulación del mercado por parte del Estado y es por tanto la primera instancia reglamentaria. Dicha Ley Marco es la Ley 35 de 1990, cuyo contenido y alcance hemos discutido ya en algunos párrafos.

(b) La Sala General de la Superintendencia de Valores: estructura y competencias

En la Ley 35 de 1993 se asignó a la Sala General de la Superintendencia de Valores la facultad de adoptar las normas de intervención. Por lo tanto, no se trata de una delegación de funciones del Presidente a la Superintendencia sino de una asignación de las mismas de acuerdo con las facultades del Congreso. Al no ser una función delegada, no existe un delegante que pueda en dado caso reasumir el ejercicio de la función. Lo contrario ocurre con la función de inspección y vigilancia que sí ha sido delegada por parte del Presidente, en las Superintendencias.

La asignación de dicha función reglamentaria o normativa a la Sala General es importante en la medida en que implica deslindar dentro del Ejecutivo (y en particular respecto del Presidente de la República) la responsabilidad de las funciones de reglamentación y las de inspección, vigilancia y control.

Existen ventajas en que la función reglamentaria esté separada de la de vigilancia y control. Por una parte, la separación da espacio para la objetividad y adecuación con el interés público de la función reglamentaria, en la medida en que la autoridad que la ejerce no recibe las mismas presiones del “vigilante”. Por otra parte, permite también la objetividad del organismo vigilante en la medida en que no tiene la posibilidad de modificar las normas cuya aplicación controla.¹⁵

La Sala General, es un organismo colegiado, integrado por el Ministro de Hacienda y Crédito Público o en su lugar, el Viceministro de Hacienda, quien la presidirá, el Ministro de Desarrollo o en su lugar, el Viceministro, el Superintendente de Sociedades, el Superintendente Bancario un miembro designado por el Presidente de la República y el Superintendente de Valores, quien acude con voz pero sin voto¹⁶.

También es ventajoso el que sea un organismo colegiado. La discusión permite la ponderación y facilita la gobernabilidad de las normas expedidas. Permite también la coordinación con otros sectores relacionados con el mercado de capitales como el sector financiero y la regulación de sociedades comerciales, dada la posición de sus miembros. No obstante, tiene la desventaja de todo grupo directivo en donde el poder de cada uno de los miembros es distinto.

A pesar de hacer parte de la estructura orgánica de la Superintendencia de Valores, la Sala General es independiente de aquella. Siguiendo un esquema que se acerca al de las “comisiones reguladoras” la Sala expide sus propias normas de funcionamiento y no interfiere con el manejo administrativo de la Superintendencia¹⁷. Además de expedir las normas generales cuyo cumplimiento debe vigilar la Superintendencia, es instancia previa para algunas decisiones del Superintendente.

La Sala General no funciona a la manera de una Junta Directiva de la Superintendencia. Sus funciones, según se vio, son diferentes y la Sala no es segunda instancia para los actos de carácter particular que expida el Superintendente o

¹⁵ Aun que esta diferenciación no es total, según veremos adelante es positiva. Existen ejemplos dentro del sistema de regulación Colombiano donde dicha separación no se propone, como es el caso de la Superintendencia Bancaria, la cual comparte facultades de regulación con el Ministerio de Hacienda.

sus Delegados. Por esto, al hacer el tránsito de la Comisión Nacional de Valores a la Superintendencia, la Sala General de la Superintendencia no asumió las funciones antes ejercidas por la Sala General de la Comisión. Estas últimas, fueron asignadas directamente al Superintendente.¹⁸

Con la conversión en Superintendencia de Valores, se le asignó a la Sala General principalmente la función de dictar la política general de la Superintendencia y rendir concepto previo para aquellos actos del Superintendente que así lo exigen.¹⁹

No hay un criterio unívoco para caracterizar las funciones de la Sala General frente a las del Superintendente. Aun cuando es de la esencia de la Sala General, el promulgar normas de carácter general tendientes a delimitar la acción de los agentes del mercado, el Superintendente también posee facultades para expedir algunas reglamentaciones de carácter general. Por su parte, aquellos asuntos de competencia del superintendente que requieren concepto previo de la Sala, son de carácter particular, pero por revestir especial efecto sobre el mercado se ha exigido este concepto previo.

Así las cosas, existen tres tipos de competencias reglamentarias que rigen particular y especialmente el mercado de valores²⁰:

- (1).La reglamentación expedida por la Sala General
- (2).La reglamentación expedida por el Superintendente de Valores, previo concepto de la Sala General
- (3).La reglamentación expedida por el Superintendente de valores

¹⁶ Decreto 2739 de 1991

¹⁷ La única función administrativa asignada es la de aprobar el presupuesto de la entidad.

¹⁸ Art. 24, Decreto-Ley 2739 de 1991.

¹⁹ Esta misma estructura fue recogida en el decreto 2739 de 1993 (que fuera codificado en el Estatuto Orgánico), con los matices que introdujo la Ley 35 en el sentido de agregar aquellos temas particulares de competencia exclusiva de la Sala.

²⁰ Estas facultades se encuentran contenidas tanto en la Ley 35 de 1993, como en el Decreto 2739 de 1991 y demás normas complementarias. estos a su vez, habían sido integrados en el Decreto 653 de 1993.

(1). La reglamentación expedida por la Sala General

No es de lugar, transcribir aquí la larga lista de funciones que la Ley 35/93, el Decreto 653/93 y Decretos anteriores asignan a la Sala General. Por ser de mayor utilidad para esta misión, hemos clasificado sus funciones de acuerdo con el aspecto del mercado sobre el cual inciden²¹.

a'. En relación con el Registro Nacional de Valores e Intermediarios

De manera global, la Sala General se encuentra facultada para

- Fijar las normas generales sobre organización del Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

De manera particular y en relación con el Registro, la Sala General determina:

- La forma de llevar el registro
- Los criterios para efectuar el registro
- (con aprobación del Gobierno Nacional), determina los efectos que produce la certificación del registro

b'. En relación con las entidades sujetas a inspección y vigilancia (por criterio objetivo o subjetivo)

- Señala, de manera general, las operaciones que pueden realizar, en desarrollo de su objeto principal previsto en la ley, las entidades sometidas a inspección y vigilancia de la Superintendencia de valores y los demás intermediarios de valores.
- Señala las normas para que los diferentes tipos de entidades sometidas a control y vigilancia de la Superintendencia mantengan niveles adecuados de patrimonio según las operaciones que realizan.

1'. En relación con los intermediarios del mercado

- Establece criterios de carácter general conforme a los cuales se determine en que eventos se tipifica una actividad de intermediación en el mercado de valores.
- Determina las normas relativas a la responsabilidad de los intermediarios de valores y sus administradores en la divulgación de la condición financiera del emisor y la veracidad de la información respectiva Ley 35.

²¹ En la legislación que regula la estructura y funciones de la Sala se hace alusión a los términos facultades y funciones indistintamente. En este documento nos referimos al término funciones en el sentido en que estas implican unas facultades para su ejercicio.

2'. En relación con los emisores

- Determinar las normas relativas a la responsabilidad de los emisores de valores y sus administradores en la divulgación de la condición financiera del emisor y la veracidad de la información respectiva

3'. En relación con las Sociedades Administradoras de Inversión y las Entidades

Vigiladas por la Superintendencia Bancaria

- regula sus actividades de intermediación en mercado público de valores

4'. En relación con las Bolsas de Valores

- Determina la participación que los miembros externos habrán de tener en el Consejo Directivo y en la Cámara Disciplinaria de las bolsas de valores, así como el procedimiento que habrá de seguirse para su elección
- Determina las condiciones bajo las cuales, las corporaciones asociaciones y demás entidades sin ánimo de lucro podrán ser accionistas de las bolsas de valores
- Ordena en cualquier momento el aumento de capital autorizado de las bolsas con el fin de permitir la admisión de nuevos comisionistas, cuando esto se requiera para estimular el desarrollo del mercado y una competencia sana dentro del mismo.
- Determina el monto de capital mínimo exigido para las bolsas, en atención a los requerimientos el mercado
- Fija las condiciones de admisión de los miembros de las bolsas de valores
- Adopta con sujeción a la ley, criterios generales que permitan determinar cuáles transacciones deben llevarse obligatoriamente a través de las bolsas de valores

5'. En relación con los Comisionistas

- Determina condiciones bajo las cuales los comisionistas de bolsa pueden realizar otras actividades distintas al contrato de comisión, autorizadas en la ley
- También le corresponde, por ley, determinar que otras actividades pueden desarrollar los comisionistas
- Determina las condiciones bajo las cuales los comisionistas pueden realizar operaciones sobre valores no inscritos en bolsa, siempre y cuando estos valores estén inscritos en el RNVl.

6'. En relación con las Sociedades Administradoras de Depósitos Centralizados de Valores

- Fija las reglas conforme a las cuales la Superintendencia podrá autorizar el funcionamiento de DCV, de sistemas de compensación e información centralizada de operaciones o mecanismos que faciliten el desarrollo del mercado

7'. En relación con las Sociedades Administradoras de Inversión y Fondos administrados por estas

- Determina las condiciones bajo las cuales las sociedades administradoras de inversión pueden realizar actividades de intermediación en el mercado publico de valores

8'. En relación con los Fondos Mutuos de Inversión (FMI)

- determina los límites que habrán de tener los gastos de administración de los FMI
- establece las condiciones bajo las cuales los FMI pueden invertir en fondos de valores administrados por comisionistas
- determina los términos y condiciones bajo los cuales los FMI pueden hacer inversiones en los nuevos valores que ofrezca el mercado
- puede variar el porcentaje mínimo de inversiones que los FMI deben colocar en acciones y bonos y según las circunstancias exonerar a los FMI del cumplimiento de límites máximos y mínimos de inversión
- autoriza a los FMI excederse en los límites máximos de inversión
- autoriza a los FMI a recibir préstamos para adquisición de valores tratándose de privatizaciones o democratización de sociedades
- determina el plazo de enajenación de bienes recibidos en dación en pago por disolución de la sociedad emisora.

c'. En relación con la naturaleza y tipo de valores negociables dentro y fuera de bolsa.

La Sala general tiene facultades para:

- Señalar los requisitos para que los valores puedan ser inscritos y negociados en las bolsas de valores
- Determinar las condiciones conforme a las cuales las sociedades que emitan por primera vez acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto deberán realizar la oferta pública de las mismas
- Determinar los valores que conforme al régimen de este estatuto están sujetos al régimen de oferta pública
- Establecer los requisitos que deben llenar los valores que se creen en el futuro para que puedan ser inscritos en el RNVI y en las bolsas de valores.
- Fijar las fórmulas de reajuste de las bases de conversión de bonos convertibles en acciones.

- Determinar, respecto de los tipos de documentos susceptibles de oferta pública, aquellos que tendrán el carácter y prerrogativas de títulos valores, sean estos de contenido crediticio, de participación o representativos de mercaderías, además de aquellos expresamente consagrados como tales en las normas legales; a tal propósito podrá establecer los casos en que los tenedores de títulos estarán agrupados en una organización colectiva que actuará a través de un representante.
- Señalar los requisitos y condiciones para la emisión y colocación de bonos ordinarios, con derecho de conversión u obligatoriamente convertibles en acciones.

d'. En relación con el Mercado Público:

La Sala general posee facultades para:

- Adoptar reglas generales que permitan establecer cuándo una oferta de valores tiene el carácter de pública y sus distintas modalidades.
- Levantar la confidencialidad de la información que maneja la SuperValores con el fin de proteger la estabilidad y regularidad de mercado, y para garantizar la defensa de los intereses de los inversionistas.
- Establecer las reglas generales conforme a las cuales se podrá autorizar la oferta pública de valores en el mercado
- Señalar normas sobre el ofrecimiento público de participación en sociedades que se encuentren en proceso de constitución

(2). Asuntos de competencia del Superintendente, previo concepto de la Sala General

El “concepto previo” surge en el Decreto 2739 de 1991 como mecanismo para que el Superintendente -pueda ejercer- las siguientes funciones, en el evento en que éstas sean delegadas en él por el Presidente de la República:

- a' Disponer la toma de posesión inmediata de los bienes, haberes y negocios de aquellas entidades sometidas a la inspección y vigilancia de la SuperValores que realicen actividades de intermediación sin estar inscritas en el RNVI.
- b' Decretar la disolución y liquidación de entidades que sin estar inscritas en el RNVI realicen actividades de intermediación.
- c' Cancelar, a título de sanción, la inscripción de documentos o intermediarios en los respectivos registros
- d' Determinar los límites de las comisiones y retribuciones que pueden cobrar los intermediarios del mercado de valores
- e' Disponer medidas de carácter general para proteger los sanos usos y prácticas en el mercado de valores

- f' Establecer las normas a las que deberá sujetarse la organización y funcionamiento del mercado con sujeción a las disposiciones legales
- g' Adoptar las medidas que conduzcan a la promoción y desarrollo del mercado y a la protección de los inversionistas.

El alcance del concepto previo es claro respecto de las primeras tres facultades, en tanto que se trata de circunstancias de carácter particular pero de trascendencia para el mercado. No ocurre lo mismo respecto de las otras facultades, que suponen más bien funciones de reglamentación general a la manera de la competencia que tiene la Sala sobre el mercado. De hecho la facultad de “adoptar medidas que conduzcan a la promoción y desarrollo del mercado y a la protección de los inversionistas” no solo lo abarca todo, sino que confunde la división funcional que habría entre la Sala General y el Superintendente al punto de pensar que, para el caso del sector bursátil, dicha separación no existe.

Por otra parte la norma no es clara al exigir que se trate de un concepto favorable, se asume simplemente como un trámite previo necesario para el cumplimiento de estas funciones.

(3). Funciones reglamentarias a cargo del Superintendente

Como cualquier autoridad estatal, su actuación se realiza principalmente mediante la expedición de actos administrativos y por lo tanto esto no quiere decir, de por sí, que por expedir actos administrativos (normas jurídicas) posea facultades reglamentarias. Sin embargo, por su contenido, algunos de estos son verdaderas reglamentaciones del mercado, en tanto que otros, responden al ejercicio particular de sus funciones como Superintendente. Estos últimos, asumen la forma de resoluciones y circulares que, siendo ambos actos administrativos se diferencian por su alcance y en ocasiones, según su contenido, por su forma de notificación. Mediante las circulares, por lo general, la Superintendencia contribuye en la interpretación y aplicación de la

reglamentación a través de explicaciones y aclaraciones o conceptos. En otros casos, da alcance a las resoluciones o señala procedimientos o advertencias de interés para los vigilados.

Dentro de aquellas funciones que implican facultades de reglamentación a cargo del Superintendente se encuentran:

- a' Señalar los requisitos mínimos que deben cumplir las entidades o personas que participan en el mercado de valores en lo que se refiere a la forma y contenido de sus estados financieros y demás informaciones suplementarias de carácter contable.
- b' Establecer las reglas que prevengan o regulen conflictos de interés y uso inadecuado de información privilegiada en operaciones de mercado de valores y velar por la transparencia de este
- c' Competencia general: las demás funciones de intervención y de inspección y vigilancia que se otorguen a la Superintendencia y cualquier otra sobre el mercado de valores, será ejercida por el Gobierno Nacional a través del Superintendente.

2. La función de Inspección, vigilancia y control

La función de vigilancia y control se encuentra asignada por mandato constitucional al Presidente de la República. Este esquema es el mismo desde la Constitución anterior y de acuerdo con las posibilidades de la desconcentración de funciones, aquél la ha delegado en las Superintendencias y en el caso particular del mercado de valores, a la Superintendencia de Valores. Como función delegada del Presidente en la Superintendencia, esta puede ser reasumida en cualquier momento por parte de aquel.

La Superintendencia de Valores y en particular el despacho del Superintendente y los Superintendentes delegados, tienen entonces como función fundamental la de ejercer la inspección, vigilancia y control sobre los agentes del mercado de valores.

Esta función se concreta en la actividad general de velar por la transparencia del mercado y por que quienes participan en el mercado de valores ajusten sus operaciones a las normas que lo regulan. A partir de allí, la legislación hace una enumeración detallada y casi casuística de las facultades del Superintendente y sus Delegados, las cuales se enmarcan entonces dentro de aquella actividad general.

La vigilancia y el control pueden entenderse de variadas maneras. Comúnmente, la vigilancia supone una actitud activa o pasiva por parte del vigilante, de forma permanente. El control por su parte, supone una labor de verificación que puede ser previa o posterior y que a diferencia de la vigilancia, que se entiende preventiva, el control es correctivo o sancionatorio. La inspección por su parte, puede ser ocasional, a diferencia de la vigilancia, en el caso del mercado de valores, puede consistir por ejemplo en labores de verificación que permitan determinar si algún agente está realizando actividades de intermediación sin estar autorizado para ello. La inspección, la vigilancia y el control, ayudan a dar efecto a las normas de regulación del mercado, asignando consecuencias a su cumplimiento o su incumplimiento.

Estas actividades a su vez pueden recaer sobre las diversas entidades según criterios objetivos o subjetivos. Son objetivos cuando se vigila o controla determinada actividad independientemente de la entidad que la realice. Son subjetivos cuando se vigila a una entidad según su naturaleza e independientemente de si esta desarrolla algún tipo particular de actividad.

Así las cosas, la Superintendencia de Valores ejerce una vigilancia subjetiva sobre:

- las bolsas de valores
- los comisionistas de bolsa
- los comisionistas independientes de valores
- las sociedades administradoras de fondos de inversión
- las sociedades administradoras de depósitos centralizados de valores
- las sociedades calificadoras de valores y,
- los fondos de garantía del mercado público de valores

A su vez, ejerce una vigilancia objetiva sobre:

- Todas las sociedades que emitan valores, siendo definidas como emisoras, aquellas sociedades que emitan títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.²²

La vigilancia sobre los emisores tiene por objetivo "velar por la calidad, oportunidad y suficiencia con que éstos deben suministrar y presentar su información al público y por que quienes participen en el mercado público de valores ajusten sus operaciones a las normas que lo regulan".²³

Sobre el particular, la actividad de la Superintendencia de Valores solo se refiere a lo que concierne al mercado público de valores. En consecuencia, las entidades que se encuentran bajo vigilancia de la Superintendencia de Sociedades y que se convierten en emisores de valores, dejan de estar bajo la vigilancia de esa entidad y pasan a la jurisdicción exclusiva de la Superintendencia de Valores.

Como quiera que el espectro de la vigilancia de la Supervalores es restringido, estas entidades quedan por fuera de una vigilancia preventiva y de fondo que realizaría sobre ellas la Supersociedades. Adicionalmente y teniendo en cuenta que, las causales para que una entidad esté sujeta a vigilancia de la Supersociedades se refieren a hechos relacionados con la administración y estado financiero de la firma²⁴, y que la vigilancia de la Superintendencia de

²² Decreto 702 de 1994

²³ Art 4, Dec 702 de 1994

²⁴ Al tenor de lo dispuesto en el Decreto 2155 de 1992 y el Artículo 1 del Decreto 1258 de 1993, "quedarán sujetas a vigilancia de la Superintendencia de Sociedades, siempre y cuando no estén sujetas a vigilancia por parte de otra Superintendencia":

a) Las sociedades mercantiles que por decisión del Superintendente se deban someter a vigilancia cuando ocurra alguno de los siguientes supuestos:

1. Cuando de acuerdo con el sistema de evaluación financiera de la Superintendencia, la entidad incurra en una o varias alertas que indiquen de alguna manera un deterioro grave en su situación financiera.
2. Cuando las actividades por ella desarrollada excedan las posibilidades determinadas por su objeto social.
3. Cuando ocurran abusos de los órganos de dirección, administración o fiscalización que impliquen una violación grave o reiterada de las normas legales o estatutarias.
4. Cuando se suministre a la Superintendencia información financiera, contable, jurídica o administrativa, que no corresponda a la realidad.

En estos casos la vigilancia durará por un lapso no inferior a un año, y en todo caso, subsistirá hasta que se subsanen los hechos que han dado lugar a ella.

b) Todas las sociedades comerciales que, registren al 31 de diciembre de cada año, unos activos totales iguales o superiores a 20.00 salarios mínimos. En este caso, la vigilancia no cesa aun cuando disminuya el monto de los activos.

Valores o Bancaria es excluyente²⁵ quedan actividades sin vigilar, que de ordinario revestirían de acuerdo con el interés público, la necesidad de ser vigiladas.

No obstante lo anterior, queda la posibilidad de solicitar, por parte de la Superintendencia de Sociedades, la ejecución de funciones de inspección que no son excluyentes con las funciones de vigilancia que realiza la Superintendencia de Valores.

- Todas las entidades que realicen actividades de intermediación en el mercado de valores,²⁶ con el propósito de velar por que sus actuaciones se ajusten a las normas pertinentes.

A este caso, se extienden las mismas consideraciones hechas respecto de la vigilancia que ejerce la Superintendencia de Sociedades.

La diferenciación entre vigilancia objetiva y subjetiva es importante. La vigilancia subjetiva es permanente y de alguna manera excluyente, esto es, supone que solo existe un organismo estatal a cargo de la vigilancia de las actividades de ese tipo de entidades en particular. Por el contrario, la vigilancia objetiva esta sujeta a la temporalidad de la actividad vigilada y podría superponerse a la vigilancia subjetiva realizada por otra entidad.

C) Todas las sociedades comerciales que, registren a 31 de Diciembre de cada año, activos no inferiores a 5.000 salarios mínimos, siempre que una o más sociedades vigiladas por cualquier Superintendencia, posea en ellas individual o conjuntamente, una participación del 20% o más en su capital social.

c) Las sociedades admitidas o convocadas al trámite del Concordato preventivo obligatorio

d) Las sucursales de sociedades extranjeras.

La Ley 222 de 1995, conocida como la reforma al Código de Comercio, modificó expresamente el artículo 5 del decreto 2155 de 1992 sobre las entidades vigiladas y dispuso que serán vigiladas por la Superintendencia las entidades que:

a) Determine el Presidente de la República

b) Indique el Superintendente cuando de la información suministrada encuentre alguna de las siguientes irregularidades:

1. Abusos de los órganos de administración, dirección o fiscalización que impliquen desconocimiento de los derechos de los asociados o violación grave o reiterada de las normas legales o estatutarias
2. Suministro al público, a la Superintendencia o a cualquier organismo estatal, de información que no se ajuste a la realidad
3. No llevar contabilidad de acuerdo con la ley o con los principios generalmente aceptados
4. Realizar operaciones no comprendidas dentro de su objeto social.

²⁵ Ley 222 de 1995, art 84

²⁶ Ver por ejemplo, la circular 005 de 1991

Esto sucede claramente en el caso de la Superintendencia de Valores respecto de los emisores. Por tratarse de una vigilancia objetiva, el emisor podría estar vigilado permanentemente por otra entidad como la Superintendencia Bancaria para el caso de entidades financieras. De modo que, para el trámite de la emisión, estaría siendo vigilado por dos instancias distintas.

Por el contrario, la colisión frente a la Superintendencia de Sociedades, hace que el emisor sea sustraído completamente de su vigilancia y asignado a la vigilancia restringida de la Supervalores, a pesar de tener objetivos distintos.

Respecto de la Superintendencia de Sociedades, la vigilancia de la Supervalores es exclusiva y excluyente. Por ejemplo, los comisionistas de bolsa, aunque organizados como sociedades anónimas, no podrían estar sujetos a la vigilancia de ambas Superintendencias. Por el contrario, respecto de la Superintendencia Bancaria, la vigilancia puede ser concomitante y simultánea. Como en el caso de entidades financieras emisoras, para lo cual ambas actúan coordinadamente, sin que la entidad se sustraiga a la vigilancia de la Superbancaria.

Ahora bien, el objeto de la vigilancia que realiza la Superintendencia de Valores está determinado en la Ley 35 de 1990 y en las normas de creación (modificación y reestructuración) de la entidad. Su función primordial es velar por el cumplimiento de las normas que regulan el mercado, así como por la transparencia del mismo.

Recapitulando, las funciones de inspección, vigilancia y control son necesarias para dar efectividad a la reglamentación dentro del sistema regulatorio. En Colombia, existen organismos especializados tanto en reglamentación, como en inspección y vigilancia del sector financiero, asegurador y bursátil, lo cual contribuye a la calidad técnica de una y otra actividad. Sin embargo, existen superposiciones en la función de vigilancia que pueden ser costosas o riesgosas según el caso que se trate. Entre la Superintendencia Bancaria y de Valores, existe superposición respecto de aquellas entidades vigiladas por la primera, cuando entran como emisores o intermediarios del mercado bursátil. Esta duplicidad puede

introducir costos de transacción y costos de operación del sistema que pueden incidir sobre la eficacia del mismo y del mercado. Entre la Superintendencia de Sociedades y de Valores, existe una exclusión que puede sustraer de la vigilancia especializada de la Supersociedades, entidades que se encuentran en circunstancias que la ameritan. Tratándose de emisores, estas entidades pueden por tanto transmitir riesgos al mercado que no son corregidos adecuadamente, con lo cual el sistema regulatorio se hace ineficaz.

D. Incidencia de otro tipo de legislaciones dentro del sistema regulatorio del mercado de capitales

1. Aspectos previos

El contexto normativo del sistema de regulación del mercado de capitales no proviene exclusivamente de la legislación particular y expresamente dirigida a él. En general, el sistema normativo plantea, respecto del mercado de capitales, una estructura de incentivos y desincentivos que inciden sobre la conducta de los agentes del mercado y por lo mismo, hacen parte del sistema regulatorio general.

2. La Legislación Societaria

Son múltiples las maneras bajo las cuales la legislación societaria incide en el mercado de capitales. De hecho es bajo la legislación societaria que se introduce en Colombia la figura de las sociedades anónimas como institución clave en la circulación de los recursos hacia la inversión. También se encuentran normas que regulan aspectos que tienen incidencia sobre el mercado de capitales como aquellas que determinan el régimen de repartición de utilidades, de valoración de aportes, de mayorías de votación, de protección a los accionistas minoritarios, etc., en cuanto inciden en la conducta de los agentes dentro del mercado. Por su parte los agentes del mercado, bien entidades financieras, intermediarios del mercado de valores, etc., son en últimas sociedades comerciales especializadas, las cuales además de regirse por las normas particulares correspondientes, se rigen de manera general por la legislación societaria.

La legislación societaria se encuentra casi en su totalidad insertada en el Libro Segundo del Código de Comercio. Por este motivo y por tratarse de una ley, son normas que ordinariamente solo pueden ser modificadas por el Congreso de la República. En la Constitución de 1991, se estableció como facultad exclusiva y excluyente del Congreso, la de “[E]xpedir códigos en todos los ramos de la legislación y reformar sus disposiciones”²⁷ y se prohibió la posibilidad de otorgar facultades extraordinarias al Ejecutivo para expedirlos.²⁸ La legislación societaria ha sido estable en el tiempo y sus modificaciones han introducido nuevas figuras en lugar de alterar substancialmente las existentes.

En este sentido la Ley 35 de 1993 precisa la prohibición constitucional al impedir al Gobierno la modificación de algunas normas societarias en relación con las entidades que desarrollan actividades en el sector financiero, asegurador y bursátil y todas aquellas relacionadas con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público.²⁹

Aun cuando la asociación mediante las figuras societarias que prevé el derecho mercantil es una actividad regida por la autonomía privada y la libertad contractual de las partes, la constitución y funcionamiento de las sociedades revisten del interés público necesario para que sean sometidas a inspección, vigilancia y control estatal. Esta facultad corresponde, con sujeción a la ley, al Presidente de la República por expresa disposición constitucional³⁰ y éste, ha delegado su ejercicio en la Superintendencia de Sociedades.

La labor de inspección y vigilancia la Superintendencia de Sociedades, respecto de las sociedades comerciales en general y de las vigiladas en particular, tiene como objetivo “velar por que las sociedades no sometidas a la vigilancia de otras superintendencias, en su formación y funcionamiento, y en el desarrollo de su objeto social, se

²⁷ Artículo 150 numeral 2 C.P.

²⁸ Artículo 150 numeral 10 C.P.

²⁹ Artículo 9, Ley 35 de 1993

³⁰ Artículo 189 numeral 24 C.P.

ajusten a la ley y a los estatutos”. Su labor de control tiene por objetivo “ordenar los correctivos necesarios para subsanar una situación crítica de orden jurídico, contable, económico o administrativo de cualquier sociedad no vigilada por otra superintendencia”³¹.

Ahora bien, algunos aspectos particulares de la legislación societaria, revisten especial incidencia respecto del mercado de capitales de los cuales haremos aquí una breve descripción:

a) El régimen de utilidades de las sociedades. En él se contempla que su distribución se hace de manera proporcional a la parte pagada del capital societario y por disposición legal, las cláusulas en las que se prive de toda participación en utilidades a algunos de los socios se entienden por no escritas. Las utilidades deben repartirse con base en balances fidedignos y deben ser aprobadas por la asamblea o junta de socios.

Para esta aprobación se requería el voto favorable de un número plural de accionistas que representara por lo menos el 70% de las acciones, cuotas o partes de interés. La reciente reforma al código de Comercio modificó esta mayoría incrementándola al 78%, modificación positiva para la protección de los socios minoritarios.

Las reservas que afectan las utilidades, tienen además de la anterior disposición, otras limitaciones que buscan hacer eficaz la inversión de los recursos particulares. Estas deben ser fijadas legal o estatutariamente y las reservas ocasionales deben ser determinadas por la asamblea de socios.

b) Acciones con dividendo preferencial. Fueron introducidas a partir de la Ley 27 de 1990. Al otorgar a sus titulares un derecho preferencial a reclamar los dividendos, y sustraerlos de la posibilidad de votar en las asambleas de asociados, se reconoció con esta institución la realidad económica de los intereses de los inversionistas. Tratándose de sociedades anónimas concentradas, era factor desestimulante para los accionistas la capitalización de

³¹ Según el texto de la Ley 222 de 1995, reciente reforma al Código de Comercio.

sus empresas, con lo cual se estimulaba la financiación a través de incrementar el pasivo social. Las posibilidades que ofrecen las acciones con dividendo preferencial, permitieron entonces conciliar las necesidades de capitalización con los intereses de los controladores y los intereses de los pequeños y medianos inversionistas que sólo persiguen utilidades, promocionando así el mercado de capital.

Su reglamentación ha sido parcialmente modificada mediante la Ley 222 de 1995³² mediante la cual se amplió la categoría de sociedades que pueden emitirlas³³ al permitírsele a todo tipo de sociedades por acciones. Dicha reforma también elevó a la categoría de ley los derechos que confieren a sus titulares y asignó al Gobierno Nacional la reglamentación de la materia. Sobre el particular, la Sala General mantiene competencia para regular lo relacionado con las ofertas públicas de este tipo de acciones.

c) Protección a los socios minoritarios. Este es uno de los mecanismos que permite estimular a los pequeños y medianos inversionistas a través de mecanismos que garantizan la igualdad de participación en la sociedad y la efectividad de sus derechos. Se concreta a través de diversas normas, entre las cuales están la exigencia de mayorías cualificadas en la toma de decisiones importantes y la figura del revisor fiscal como “fiscalizador” de los derechos de los socios. Con la expedición de la reforma al Código de Comercio, se agregan figuras importantes como el derecho de retiro³⁴, la presencia obligatoria de la Superintendencia en la realización de asambleas no presenciales, la necesidad de que sin excepción todos los socios participen en éstas y , la obligación explícita de los administradores de la sociedad de dar un trato equitativo a todos los socios.

³² En este aparte, esta norma se cita indistintamente también como “reforma al código de comercio”.

³³ Bajo la norma anterior, solo las sociedades anonimas vigiladas por la Superintendencia de Sociedades cuyas acciones se encontraban inscritas en bolsa y que no tenían ninguna parte de su capital social representado en aportes de industria o en acciones privilegiadas, podían emitir este tipo de títulos

³⁴ El derecho de retiro consiste en la facultad que tiene al socio disidente o ausente de retirarse de la sociedad cuando con ocasión de la transformación, fusión o escisión de la misma se le imponga a los socios una mayor responsabilidad o impliquen una desmejora de sus derechos patrimoniales. Esta facultad también existe para las sociedades por acciones en los casos en que se cancele voluntariamente la inscripción de la sociedad en el registro nacional de valores e intermediarios o en la bolsa de valores.

Sin embargo, el poder dentro de los órganos sociales no está dado exclusivamente por determinado porcentaje accionario. También se manifiesta a través de la designación de los administradores y directores de la empresa³⁵, circunstancia que había demostrado la inutilidad del artículo 428 del Código de Comercio, que imponía restricciones al derecho al voto. No obstante, en la reforma al Código de Comercio, se deroga este artículo (428) en lugar de perfeccionar un conjunto de mecanismos reales de protección a las minorías.

c) Enajenación de control accionario. Aun cuando éste ha sido un tema reglamentado por la Superintendencia de Valores, depende de la legislación societaria en la medida en que es a través de ésta que se determinan las mayorías decisorias mínimas en los órganos sociales y por tanto se predetermina cuando hay o no control formal.

Sobre el particular basta simplemente comentar que en la reforma al Código de Comercio se modificó el régimen de quórum y mayorías para la sociedad anónima. Salvo que se estipule un quórum inferior, la asamblea de accionistas podrá deliberar con la presencia de un número plural de socios que represente el 51% de las acciones suscritas (antes era la mayoría absoluta). Así mismo se establece como quórum decisorio, la mayoría de los presentes, salvo los casos de reparto de utilidades, renuncia al derecho de preferencia y el pago de dividendos en acciones, que mantienen una mayoría cualificada.

Admite para la segunda convocatoria de asamblea que las reuniones se realicen solamente con uno de los socios, cuando se trata de sociedades que negocian sus acciones en el mercado público de valores. Esta norma, aun cuando facilita el rápido desenvolvimiento de la administración social, parece favorecer también el objetivo de otras normas respecto de la protección de socios minoritarios si se parte del supuesto de asistencia de los minoritarios a las asambleas. En ocasiones este supuesto no se cumple por cuanto es común pensar que la asistencia escapa al interés

³⁵ Ver por ejemplo Jorge Pinzón y Fernando Carrillo (1985)

de este tipo de socios, con lo que al final, se lograría el objetivo totalmente contrario permitiendo la adopción de decisiones por parte de una sola persona.

En la Ley 222 también se previó la posibilidad de establecer quórum superiores a los indicados en la Ley, cuando se trate de sociedades que no negocien sus acciones en bolsa. Esta disposición, que puede parecer contraria a la protección de accionistas minoritarios, simplemente parece reconocer nuevamente el “desinterés” que tienen muchos accionistas en la administración de las empresas, factor que ya había sido reconocido mediante las acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto.

d) Legislación de grupos. La Ley 222 de 1995 introdujo variaciones importantes en la legislación de grupos económicos. Tratándose de un mercado de capitales concentrado, estas normas ratifican el reconocimiento a esta realidad, que ya existía en el artículo 260 del Código de Comercio para agregarle efectos que permiten abordar los grupos económicos de una manera más transparente.

Así, se introducen facultades a los organismos estatales de inspección y vigilancia (incluida la Superintendencia de Valores) para determinar la existencia de grupos empresariales “cuando exista discrepancia sobre los supuestos que la originan” (art. 28) y constatar la veracidad de los informes especiales que los administradores tanto de la sociedad controlante como de la controlada deben presentar a la junta de socios sobre algunos puntos referentes a las razones y operaciones al rededor de la vinculación (art. 29). También pueden suspender las operaciones entre sociedades vinculadas cuando estas resulten irreales; esta facultad está sujeta sin embargo a variables extremadamente subjetivas como las “condiciones normales de mercado” (art. 31)³⁶, factor que puede introducir incertidumbre en este tipo de operaciones mercantiles.

³⁶ El artículo 31 de la Ley 222 de 1995 aquí referido, modifica el artículo 265 del Código de Comercio

Además de otros aspectos, resalta por su trascendencia la obligatoriedad de llevar estados financieros consolidados entre sociedad controlante y controlada. Aun cuando esta es una medida importante para la transparencia de las operaciones y la fidelidad de la información financiera, obligaría a utilizar el método de participación patrimonial para contabilizar las inversiones en las subordinadas, desconociendo principios de contabilidad generalmente aceptados que admiten la utilización de otros métodos como el de costo, que permite registrar la inversión al costo de adquisición y los dividendos separadamente al momento de recibirse.

También resulta importante la medida que prohíbe a las sociedades subordinadas tener “a ningún título, partes de interés, cuotas o acciones en las sociedades que las dirijan o controlen”. Si bien resulta útil para evitar confusiones entre controlante y controlada que impidan su caracterización como tales, causará gran impacto en las empresas inscritas en bolsa entre las cuales esta situación se había presentado con anterioridad a la expedición de la Ley.

Recapitulando podríamos concluir:

- La legislación societaria es más estable que otro tipo de normas en tanto que su modificación compete al Congreso a través de leyes.
- Figuras como las acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto son mecanismos útiles que la legislación societaria aporta para la promoción del mercado.
- En general los incentivos que la legislación societaria provee al mercado de capitales, se han dirigido a pequeños y medianos inversionistas (acciones con dividendo preferencial, quórum decisorios exigentes, revisores fiscales, etc.)
- La reciente reforma al Código de Comercio introduce algunos mecanismos innovadores y útiles, aun cuando estas bondades se ponderan con otros aspectos como la legislación de grupos cuya regulación podría tener dificultades prácticas.

3. La Legislación Penal

A través de la legislación penal, el sistema jurídico busca prevenir y sancionar conductas que se determinan como prohibidas, en la medida en que atentan, vulneran o desconocen derechos de los individuos y de la sociedad cuya protección merece especial consideración. Esos derechos o intereses, son definidos penalmente como *bienes jurídicamente tutelados* y protegidos penalmente a través de la tipificación de conductas que los vulneran. Las sanciones penales, hacen eficaces entonces las prohibiciones contenidas de manera particular en la legislación penal y de manera general en normas de superior jerarquía como la Constitución Política.

Las penas, por implicar suspensión o limitación de derechos fundamentales (entre ellos la libertad) deben ser establecidas ordinariamente mediante Ley y por lo tanto su determinación corresponde al Congreso de la República³⁷. Su aplicación compete al sistema penal acusatorio, del cual hacen parte la fiscalía, como ente investigador y los jueces a todo nivel como entidades juzgadoras.

La incidencia de la legislación penal en el mercado de capitales es clara a partir de la influencia que ésta tiene sobre las conductas de los agentes que en él participan. Busca, por la vía de la represión, evitar conductas que se entenderían como prohibidas, por lesivas, dentro del mercado.

No existe un estatuto penal especial para las conductas punibles dentro del mercado de valores. Así las cosas, las conductas aplicables se encuentran en el Código Penal. Sin embargo, algunas, al ser conductas propias del sistema financiero, se encuentran dentro de lo que se conoce como el derecho penal financiero, el cual está constituido principalmente por las conductas punibles contenidas en el Decreto 2920 de 1982.

³⁷ Artículos 28 y 29 de la Constitución Política.

Sin embargo, en la Ley 190 de 1995, conocida como Estatuto Anticorrupción, se incluyó el delito de “utilización indebida de información privilegiada” que tiene clara relación con el manejo de información en el mercado de valores. También se consagró como circunstancia de agravación de la pena, si el delito de receptación, legalización y ocultamiento de bienes provenientes de actividades ilegales es realizado por el director, administrador, representante legal, revisor fiscal u otro funcionario de una entidad sujeta a la inspección y vigilancia de la Superintendencia de Valores o Bancaria, o es accionista o asociado de dicha entidad en una proporción superior al 10% de su capital pagado o del valor de los aportes cooperativos.³⁸ Por último, se extendió a las personas sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia de Valores, la aplicabilidad, por parte de ésta, del régimen contenido en los artículos 102 a 107 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero.

De manera general, se busca proteger el orden económico y social (como bien jurídicamente tutelado) y, de manera particular, la confianza del público en el sistema financiero (a su vez también definida como bien jurídicamente tutelado). Esta categoría especial de delitos, hace referencia a conductas prohibidas dentro del marco del sistema financiero asegurador y bursátil y de alguna manera derivan del mismo principio de interés público que permite la intervención del Estado en dichas actividades, al punto de restringir su ejecución, exclusivamente, a aquellas personas específicamente autorizadas.

De allí que algunos delitos consistan en la realización de estas actividades por parte de personas no autorizadas y por tanto en contra de dicha prohibición expresa. Dentro de esta categoría, encontramos los delitos como la captación masiva y habitual de dineros, el cual se tipifica aun cuando el “captador” no haya obtenido beneficio económico alguno³⁹.

³⁸ Artículo 31, Ley 190 de 1995, que modifica el artículo 177 del Código Penal.

³⁹ Artículo 20, Decreto 2920 de 1982

No sería del caso en este aparte, discutir acerca de las posibles conductas penales en que pueden incurrir los operadores del mercado de capitales. Pensamos que puede ser más útil, incorporar algunas consideraciones sobre la relación entre el sistema penal y el sistema regulatorio del mercado de capitales.

Un primer tema se encuentra en la necesidad de un manejo jurídico integral y una unidad de criterio regulador. No sería eficiente ni coherente que mediante la ley penal se sancionen conductas que en otros estatutos legales están permitidas. Este habría sido precisamente el caso de la crisis financiera de los ochentas en Colombia, donde la concentración accionaria y el entrecruzamiento de operaciones autorizadas para las entidades financieras estaba permitido en la ley⁴⁰. La unidad de criterio regulador exige también que las funciones de inspección, vigilancia y control de las Superintendencias sean efectivas al punto de cumplir su función preventiva. Utilizando el mismo ejemplo anterior, este habría sido el caso de la captación masiva de ahorro por parte de particulares no autorizados, conducta que hubo de tipificarse como hecho punible en 1982.

Lo anterior, simplemente para resaltar el otro punto y es que sin un sistema regulatorio del mercado de capitales fuerte, coherente, consistente y eficiente, la ley penal solo sirve para manifestar la impotencia estatal o las fallas regulatorias. La ley penal es un medio y no un fin en sí misma, y solo sirve de complemento a un sistema de control que de por sí, debe contener un sistema de incentivos y desincentivos suficiente.

Otro tema que plantea el sistema penal es la eficacia de la pena como mecanismo de control de los llamados “delitos de cuello blanco”, conductas que por su sutileza y engranaje reciben una caracterización propia. Puede decirse que existe consenso en que para este tipo de delitos, es mas eficaz la pena que afecta el patrimonio de quien lo comete, que la pena que simplemente lo priva de la libertad. Esto supone unas penas lo suficientemente altas, que realmente repriman y por esto prevengan la comisión de este tipo de delitos.

⁴⁰ Ver por ejemplo Pinzón y Carrillo (1985)

4. La Legislación Tributaria

La legislación tributaria genera incentivos y desincentivos dentro del mercado de capitales. Así como la doble tributación vigente hasta 1983 tuvo una importante incidencia en la quietud el mercado accionario, incentivos como la exclusión del impuesto de ganancia ocasional a las operaciones de compraventa de acciones realizadas a través de la bolsa ha sido, por ejemplo, uno de los mecanismos importantes en la activación del mercado.

Bajo la Constitución vigente y aún bajo la anterior, los impuestos y contribuciones fiscales solamente pueden ser establecidos por ley, a iniciativa del Gobierno y a través de un trámite legislativo que debe iniciarse en la Cámara del Congreso de la República⁴¹. Por lo mismo, al Congreso le está prohibido otorgar facultades extraordinarias al Gobierno para decretar impuestos y durante el estado de emergencia económica, éste solo puede decretarlos o modificar los existentes de manera transitoria⁴².

A pesar de tratarse de leyes ordinarias, su modificación ha sido frecuente y por lo general sucede en intervalos que varían entre dos y cuatro años. No es del caso repetir en estos párrafos el listado de reformas tributarias y sus contenidos por cuanto este ha sido tema de otros capítulos de la Misión⁴³, basta entonces simplemente reiterar que la tendencia general ha sido la de eliminar progresivamente aquellas normas que se han configurado como distorsiones o desincentivos al mercado de capitales (tanto nacional como extranjero) a la vez que se han introducido claros incentivos a la inversión como descuentos y excenciones tributarias de importancia.

Quizá la norma que más perjudicó durante su vigencia el mercado de valores fue aquella que contenía la doble tributación. Los dueños del capital empresarial al ver gravados sus dividendos doblemente, optaron por acudir a la

⁴¹ Artículo 150 numerales 11 y 12, y Artículo 154 de la Constitución Política.

⁴² Artículo 150 numeral 10 y artículo 215 de la Constitución Política.

⁴³ Ver por ejemplo Mauricio Cárdenas y Juan Manuel Rojas (1995), borrador de Documento de Trabajo

vía del endeudamiento con terceros (incluidos ellos mismos) como mecanismo más eficiente para financiar la operación de las empresas.

5. La Legislación Contable

La información es un bien público de vital trascendencia para el funcionamiento del mercado de capitales. En este sentido, la información contable cumple un importante papel no solo como indicador del funcionamiento de las empresas sino como herramienta útil en las decisiones por parte de los inversionistas.

De manera general, las normas contables se han introducido a través de la legislación societaria primordialmente, a través de la obligación de todo comerciante de “llevar contabilidad regular conforme a las prescripciones legales”⁴⁴

La Ley Comercial, otorga facultades al Gobierno para reglamentar las materias contenidas en ella. Con base en estas facultades se han expedido diversas normas con base en las cuales se ha reglamentado la contabilidad general y se ha introducido y modificado el Plan Unico de Cuentas para Comerciantes.

Existen efectos importantes entre la legislación tributaria y contable, a partir de los cuales se estimula mediante la primera, el cumplimiento de la segunda. Por ejemplo, el no llevar libros de contabilidad, negarse a exhibirlos o no registrarlos como corresponde, puede dar lugar al desconocimiento de costos, deducciones o pasivos al momento de liquidar el impuesto a cargo. A su vez, la DIAN tiene facultades para imponer multas en caso de encontrar irregularidades en la contabilidad.

⁴⁴ Artículo 19 del Código de Comercio

E. Bases legales y estado actual de la autorregulación

1. Bases Legales

La autorregulación tiene como referente el sistema regulatorio en tanto que es entendida como el ejercicio de la actividad reguladora en cabeza de los destinatarios iniciales de la regulación, esto es, los particulares

En esta medida, y al igual que la regulación, el concepto de autorregulación comprende las actividades de reglamentación, inspección, vigilancia y control. Esto es, la actividad autorreguladora puede cubrir una o más de éstas actividades. Este cubrimiento determina un nivel de autorregulación que comienza con la inspección y se profundiza hasta llegar a comprender la facultad de reglamentación.

Las funciones públicas son genéricamente administrativas, legislativas, judiciales o de control según su contenido, alcance y restricciones jerárquico-normativas. Sin embargo, existen autoridades que, aunque desarrollan primordialmente alguna actividad, como el Congreso la actividad legislativa, excepcionalmente están revestidas de funciones que intrínsecamente son de otra naturaleza (administrativas, judiciales, etc.)

En tanto que las facultades de reglamentación, inspección, vigilancia y control son funciones administrativas⁴⁵, pueden ser ejercidas por los particulares⁴⁶. En este orden de ideas, la facultad que tiene el Congreso de expedir la Ley Marco no es delegable. En todo caso, corresponde a la ley determinar la manera como los particulares ejercerán estas funciones; así, la ley puede atribuir directamente funciones administrativas a los particulares, puede delegárselas o puede autorizar a la autoridad administrativa para que las delegue.

⁴⁵ La facultad de reglamentación no es administrativa cuando compete al Congreso, como en el caso de la Ley Marco. La facultad de control no es administrativa cuando compete a la Rama Jurisdiccional

⁴⁶ Artículo 210, Constitución Política

En el caso particular del sistema regulatorio del mercado de capitales, corresponde al Congreso, mediante una Ley Marco y no mediante una ley ordinaria determinar cómo los particulares podrían asumir funciones de autorregulación. El ejercicio de esta actividad requeriría que el particular se sujetara no sólo a las normas que regulan su ejercicio sino a otras normas de superior jerarquía: la Constitución, las leyes y los decretos del Gobierno, las resoluciones de Sala general y las Resoluciones y circulares del Superintendente de Valores y Bancario.

En la Ley 35 de 1993 nada se dijo sobre la posibilidad de radicar alguna porción de la actividad de regulación en cabeza de particulares. Por lo tanto, cualquier recomendación en este sentido, requeriría una modificación a la Ley Marco.

2. La Autorregulación en el sistema regulatorio actual

Las bolsas de valores desempeñan funciones que en ocasiones se han calificado de “autorreguladoras” categoría que, para el caso, resulta entonces imprecisa. Sin embargo, existen varias modalidades a partir de las cuales los agentes del mercado y, en particular las bolsas de valores, realizan actividades que de alguna manera son reguladoras: la expedición y aplicación de los estatutos sociales y la expedición y aplicación de reglamentos internos de las bolsas de valores

Las bolsas de valores, a pesar de tener un régimen de constitución y funcionamiento específico, son en últimas, sociedades comerciales anónimas. Por lo tanto, en lo no dispuesto por los regímenes especiales, se sujetan a las normas generales del Código de Comercio. Los estatutos sociales son la expresión natural de la constitución y organización interna de las sociedades comerciales y deben existir en todos los agentes organizados bajo una figura societaria. Antes de la Ley 35 de 1993, los estatutos de las bolsas de valores y las modificaciones a los mismos

debían ser aprobados por la Superintendencia de Valores, requisito que, por mandato de dicha Ley, ya no es aplicable.

Los estatutos regulan las relaciones de los miembros de las bolsas entre sí y las relaciones de éstos y las respectivas bolsas, determinan el objeto o las actividades que desarrollan las bolsas y regulan otros aspectos necesarios para su funcionamiento⁴⁷. Por otra parte, se encarga a las Asambleas y a los Consejos Directivos de las bolsas, la facultad reglamentaria interna de las mismas, la cual, no implica el ejercicio de funciones de autorregulación en tanto que son sólo facultades de la operación social natural, no implican responsabilidades de regulación del mercado y no corresponden a la naturaleza de las facultades reguladoras que ejerce el Estado. Sin embargo, esta afirmación no implica que no sean actividades que redunden en una regulación del mercado.

Los reglamentos internos son expedidos por el Consejo Directivo en ejercicio de las facultades otorgadas mediante el contrato de sociedad. Existen inicialmente dos tipos de reglamentos: los reglamentos operativos y los reglamentos internos. Los reglamentos operativos regulan los procedimientos para realizar las transacciones en la bolsa. Estos deben ser aprobados por la Superintendencia y, en principio, deben ser unificados para todas las bolsas de valores. Los reglamentos internos, de contenido fundamentalmente disciplinario, también deben ser aprobados por la Superintendencia y se cobijan por el mismo mandato de unificación. Sin embargo las normas autorizan excepciones a la necesidad de unificación, circunstancia en la cual la Superintendencia aprueba reglas especiales, siempre y cuando éstas no afecten la transparencia, seguridad y desarrollo del mercado.⁴⁸

⁴⁷ Resulta importante anotar que, por ejemplo, en los estatutos de la Bolsa de Bogotá, se contemplan como actividades principales: “a) La organización, reglamentación y explotación de los establecimientos mercantiles destinados a servir de lugares de negociación de toda clase de valores”(…)”c)El estudio y adopción de medidas adecuadas de selección y vigilancia respecto de los Miembros de cada uno de los establecimientos indicados en los apartes anteriores, para una mejor protección del público en sus compras y ventas.”(…)”e) La prestación de su colaboración a las entidades estatales y a las asociaciones gremiales de comerciantes e industriales en el estudio y adopción, (sic) de políticas y medidas que tiendan a fomentar y proteger las inversiones en acciones y otros valores mobiliarios de interés general para la economía del país”.⁴⁷(el subrayado es fuera de texto). De esta manera, las bolsas ya contemplan la posibilidad de ejercer funciones reguladoras dentro de su actividad principal y de manera adicional a su participación en la explotación de lugares de negociación de valores.

⁴⁸ Esta norma se encontraba compilada en el decreto 653 de 1993, art 3.2.1.9.

En los estatutos de la Bolsa de Bogotá, se contempló la figura de la Cámara de la Bolsa, encargada de vigilar la actuación de la Bolsa y sus miembros, determinar la forma y oportunidad de realización de las ruedas, revisar la contabilidad de los miembros de la bolsa y los documentos relacionados con la transacción de valores y servir de árbitro en los conflictos entre los miembros y entre éstos y la bolsa.

Por otra parte, las bolsas han expedido “Códigos de Etica” que regulan la conducta de sus miembros entre sí y con sus clientes. Sin embargo, estos códigos se conciben como principios ajenos a la regulación y así expresamente se manifiesta en sus textos.⁴⁹

SEGUNDA PARTE: EVALUACION DEL MARCO JURIDICO E INSTITUCIONAL DE LA REGULACION DEL MERCADO DE CAPITALES COLOMBIANO

El subdesarrollo del mercado colombiano se ha debido principalmente a causas distintas a la regulación del mismo, sin perjuicio de que ésta pueda haber sido restrictiva o distorsionadora en muchos aspectos. Por otra parte, políticas que puedan impulsar el desarrollo futuro del mercado dados cambios fundamentales en la economía (como la apertura y la competencia) y estrategias específicas para este mercado (privatizaciones, bursatilización, inversionistas institucionales, instrumentos de cobertura), hasta ahora no han puesto a prueba con intensidad suficiente el marco institucional y la regulación vigentes. Por estas razones se ha preferido analizar los riesgos potenciales que ofrece la actual estructura reglamentaria y de supervisión para acomodar cambios futuros y apreciar la distancia respecto a los requerimientos de un mercado mucho más desarrollado.

A. Evaluación del marco jurídico e institucional de la regulación del mercado de capitales

⁴⁹ Ver por ejemplo la presentación del Código de Conducta de la Bolsa de Bogotá, página 3, que en su texto establece, respecto del Código: “no tiene una función regulatoria para organizar el mercado de valores. La regulación está contenida en las disposiciones jurídicas emanadas de las autoridades estatales, a través de leyes, decretos, resoluciones y circulares y de la propia Bolsa de Bogotá, por intermedio de sus reglamentos, instructivos de operación y órdenes del Consejo Directivo”

En la primera parte de este documento se describió la estructura normativa, organizacional y funcional del sistema regulatorio. En esta sección se analizan las consecuencias de esta estructura legal sobre los equilibrios institucionales, organizacionales, contractuales, y de resultados del mercado. Se examina también el marco jurídico de la regulación del mercado de capitales colombiano en términos de los incentivos para que los reguladores realicen una labor eficiente, y de la repuesta esperable por parte de los regulados. Para lo anterior, se parte de la hipótesis de la funcionalidad del mercado, según la cual este tiende a la eficiencia, en su sentido multidimensional. Se asume también que el criterio primordial de la intervención pública es el de remediar las fallas del mercado que afectan a los inversionistas y la estabilidad del sistema, lo cual debe anteponerse, pero no excluir ni desatender, una promoción que también procure la eficiencia y el desarrollo del mercado.

1. Las Bases Constitucionales del Sistema Regulatorio

El sistema regulatorio del mercado de capitales colombiano tal y como se ha establecido desde la Constitución, tiene implicaciones institucionales de importancia.

- Todas las actividades financieras, aseguradoras y bursátiles así como cualquiera relacionada con el manejo o aprovechamiento del ahorro privado, son de “interés público”, han de ser autorizadas previamente y se someten a la regulación estatal. De esta manera, se restringe fundamentalmente y de manera permanente la libertad económica en estas actividades. Solo puede hacerse lo que esté prescrito en las normas, con la autorización expresa y sujeto a la supervisión estatal.

Bajo este principio, se estructura entonces un sistema regulatorio que es por tanto “inmanente”⁵⁰ en la medida en que es a partir del mismo que se determina la posibilidad, viabilidad y existencia de dichas actividades. Este tipo de intervención, produce principalmente los siguientes efectos:

- Extiende la reglamentación y la supervisión a todos los posibles detalles,
- Depende de la definición, también normativa y a priori, de su ámbito de aplicación,
- Esta definición, depende a su vez de la definición concreta que en las normas se da a la noción de INTERES PUBLICO
- Ante la imposibilidad práctica de reglamentarlo todo, deja un gran espacio a la discreción administrativa y a la interpretación jurisdiccional, aumentando el riesgo de regulación meritoria y generando incertidumbre regulatoria,
- Si el ámbito de aplicación es limitado para poder especificar al nivel de detalle requerido, se generan desequilibrios entre actividades reguladas y no reguladas, y se genera arbitraje regulatorio.

Pero aún más, la gran flexibilidad dejada a la definición de ese mercado público a través del alcance de la oferta pública en manos de la Sala, somete a ésta a potenciales injerencias políticas y de intereses económicos particulares, y puede conducir también a incertidumbre e inestabilidad regulatoria.

La unión de las rigideces e incertidumbre creadas por el modelo mixto de intervención legislativa y poder reglamentario limitado del Gobierno, con las inflexibilidades originadas en la inmanencia de una intervención regida por una definición necesariamente restringida del “interés público”, no son buen punto de partida para construir una regulación dinámica y eficiente.

- La intervención estatal restringiendo la libertad de actividad en estos sectores es **necesaria** por las razones que se han expuesto en otros apartes. Por una parte, es clara la necesidad de disponer mecanismos de protección al

⁵⁰ Según el Diccionario de Uso del Español de María Moliner (1981), “inmanente” es un término filosófico que envuelve la idea de permanencia en el ser (a veces por oposición a lo circunstancial) o que se aplica a lo que es esencial en un ser.

interés público y los derechos fundamentales, y por supuesto, las Constituciones también deben asignar responsabilidades organizacionales básicas. Sin ello no habría un mínimo necesario de estabilidad institucional. Sin embargo, de acuerdo con la experiencia internacional⁵¹, la llamada “desregulación” no ha implicado eliminación de la regulación sino de ciertos tipos, como el represivo y el meritorio, así como del soporte legal y público a la autorregulación cartelizada.

- A su vez, la **necesidad** de la intervención y la regulación en los mercados financieros, bursátiles y aseguradores no implica necesariamente una intervención de tipo inmanente. Contrástese con la propia legislación societaria colombiana, que como la de todas partes, no es restrictiva a priori de la libertad de actividad económica, pero interviene fijándole límites y responsabilidades y hasta obligaciones del tipo de registro y penas administrativas. Es común en los países con mercados más desarrollados, que la legislación societaria sea la del mercado de capitales, adicionada solo con las reglas y supervisión necesarias para asegurar la calidad de los intermediarios, no para predeterminar ni dirigir sus acciones específicas.
- La definición de “interés público”, a partir de la cual se establece el ámbito de intervención, corresponde en primera instancia a la Ley Marco y demás normas que la desarrollan. Sin embargo en la Constitución no se imponen otros criterios que los muy generales ya mencionados en la primera parte junto con el principio de interpretación armónica e integral que debe darse a los preceptos constitucionales. La Ley 35 de 1993 centró esta definición en el concepto de mercado público de valores el cual corresponde a la Sala desarrollar a partir de definiciones como las de oferta pública de valores, documentos emitidos en serie o en masa. etc., pero tampoco aportó criterios que orienten esta definición más allá de los objetivos generales.

⁵¹ Ver en el documento titulado “Las Instituciones, Funciones y Regulación del Mercado de Capitales: su enfoque económico, comparaciones y tendencias internacionales” preparado también por Ulpiano Ayala y Juanita Olaya para la Misión de estudios del Mercado de Capitales en Colombia.

En general, la carencia de objetivos precisos, criterios y prioridades a nivel constitucional y legal se resuelve asignando a determinados organismos la competencia para definirlos y darles prioridades. Aun cuando es un modelo común, es riesgoso cuando se combina con un sistema de intervención inmanente como el colombiano. Por su parte, la competencia flexible de la Sala para definir el mercado público de valores se suma a un exceso de precisiones organizacionales y a una distribución de competencias no homogénea (algunas legales y otras administrativas, siendo las legales por definición más rígidas que estas últimas). Se produce así una combinación de extrema rigidez para asuntos puntuales con gran elasticidad para asuntos más generales en cabeza de un monopolio institucional que implican una necesidad permanente de interpretación jurídica.

- La intervención es realizada por el Gobierno, dentro de los límites y de acuerdo con los principios impuestos por el Congreso a través de la Ley Marco. Este esquema tiene la ventaja de ofrecer estabilidad en las reglas básicas del juego y flexibilidad mediante la reglamentación posterior del Gobierno. Si embargo, su eficiencia deriva en gran parte de la existencia de unos criterios generales en la Ley que permitieran la evolución del sistema al impulso de las fuerzas de mercado algo que, dadas las anotaciones anteriores, no se presenta en este caso y, por demás, hay que admitir es ciertamente muy difícil de lograr.

Pese a las rigideces impuestas por las características constitucionales, quedan medios congruentes con la Carta que permitirían al menos compensarlas. La autorregulación podría ayudar a lograr los objetivos regulatorios y los desequilibrios inducidos por la definición del ámbito de intervención se evitarían ampliándolo. Ello exigiría su vez normas más flexibles que procuren sistemáticamente la compatibilidad de incentivos, reorientar y mejorar la supervisión y establecer criterios legales que limiten el exceso de discreción administrativa y de interpretación jurisdiccional.

Por otra parte, la forma que se ha definido constitucionalmente para el sistema regulatorio, es singular y problemática. La participación del Legislativo ofrece, en principio, la ventaja potencial de dar estabilidad a las reglas básicas del juego a la vez que da flexibilidad mediante la reglamentación posterior del Gobierno. Sin embargo, esta flexibilidad “orientada” que hace estable la regulación solo es posible si dicha orientación se hace a partir de la determinación de criterios generales que permitieran la evolución a impulso de las fuerzas del mercado, algo que hay que admitir es ciertamente difícil de lograr. Los criterios legales fueron defectuosos y rígidos, pero sobretodo fueron en gran medida reemplazados por especificaciones y límites particulares que, congelaron los que había en el momento e hicieron algunas redistribuciones casuísticas.

Este esquema ha sido en buena medida una adaptación del anterior, en el cual el Presidente tenía poderes legales de intervención en estos sectores, pero sin ningún marco impuesto a priori por el Congreso. Lo que hizo la nueva Constitución fue crear dicho marco y dejar una facultad especial reglamentaria al Gobierno, delimitada por aquel. Se incurrió el riesgo de que el marco fuera defectuoso, y se dejó al Congreso poca capacidad para corregirlo.

La estabilidad institucional deseable sí puede ser alcanzada mediante otros mecanismos que son utilizados en otros países. Sin pretender recomendarlos, y solo para ilustrar la existencia de alternativas y los mecanismos involucrados, véase el caso de la “Regulación Legislativa” existente en los Estados Unidos.⁵² En ese país existen comisiones reguladoras independientes las cuales son monitoreadas y refrendadas por el Congreso. El sistema de comités legislativos especializados juega un papel importante en la estabilización y reducción de la incertidumbre en la legislación, ya que permite la negociación y el intercambio entre legisladores, permitiéndole al Congreso actuar en manera semejante a un mercado que evita problemas de decisiones colectivas como la inconsistencia y la existencia de polizontes (free riders). Ello podría sin embargo llevar a que haya regulación meritatoria, y a través de ella, a redistribuciones de riqueza usando el poder regulatorio, como cuando hay asimetrías resultantes de la “captura”

⁵² Lo más cercano en Colombia es el caso de la Comisión Legislativa de Crédito Público. Pero no produce la estabilidad deseada por estar aislada y en un contexto en el cual las demás Comisiones no operan igual.

del regulador por parte de ciertos intereses. Pero también es posible que ésto no sea lo más general o que se pueda evitar , y que más bien por ese camino se logre tanto estabilidad como eficiencia en el cambio institucional.⁵³

2. La Ley Marco para la Intervención Gubernamental en los Sectores Financiero, Asegurador y Bursátil

: Ley 35 de 1993

En la Ley Marco se establecen algunas determinaciones legales que tienen las siguientes implicaciones institucionales que inciden sobre el mercado de capitales:

- Junto a los objetivos prudenciales, respecto a los cuales se cuenta con instrumentos de intervención precisamente señalados en cuanto a su orientación y alcance, en la Ley 35 también se encuentran objetivos como los de búsqueda de la eficiencia y la competitividad que se encuentran sin medios suficientes, en parte por mantener la estructura de intermediarios inalterada y someter su modificación a la competencia de la ley. Por consiguiente, estos objetivos operativamente ceden en importancia a otros como la protección individual y del sistema
- Los objetivos promocionales se delegan entera y principalmente al Superintendente, sin criterios legales específicos, y sin requerir concepto el previo de la Sala. De esta manera, la promoción es accidental, sujeta a la voluntad de los Superintendentes, que puede ser variable, y sin la coordinación necesaria con las demás metas e instrumentos.

⁵³ Los modelos económicos de gobierno legislativo asumen congresistas que buscan reelección (oferta) postulando propuestas a votantes, firmas y grupos de interés (demanda). En el modelo clásico de regulación de G. Stigler (1971) las firmas buscan reglamentaciones oficiales para su propio beneficio, usualmente mediante la restricción de la entrada por competidores. Pero los legisladores también son influidos por votantes perjudicados por esos privilegios, y así hay un equilibrio entre la atención a los intereses del público y de las empresas , como en el modelo de Peltzman (1976). Y en el más característico estilo de Chicago, un modelo de G. Becker (1983, 1985) reconoce que habrá transferencias de riqueza por la vía legislativa, pero que tenderán a hacerse en forma eficiente.

- Los objetivos que, según la ley, guían la intervención en el mercado, son de muy diverso orden (jerárquico, finalista, instrumental) y no hay criterios para fijar prioridades ni para arbitrar conflictos entre ellos, por lo cual dichas definiciones son discrecionales de la Sala. Para desarrollarlos, ésta cuenta con una combinación de instrumentos que por una parte algunos son muy limitados al estar “congelados” por ser modificables sólo mediante una ley (como la estructura de los agentes), pero por otra parte son muy amplios al tener la competencia para demarcar el alcance de la intervención a través de las definiciones de oferta pública.
- La concentración del ámbito de aplicación del criterio de *interés público* en el concepto de *mercado público de valores* desregula las actividades excluidas, aunque puedan afectar significativamente al primero y pese a que también pudieran tener efectos sistémicos o individuales sobre los inversionistas. Hay así amplias posibilidades de arbitraje regulatorio y de que el control efectuado sobre el sector regulado sea inefectivo, distorsionador y sujeto a presiones políticas y de intereses particulares.

La definición del mercado público de valores es competencia exclusiva de la Sala de Valores, para lo cual no hay criterios generales de origen legislativo diferentes a los muy básicos ya citados. Si bien la flexibilidad de este mecanismo permite un escape y compensación de las rigideces impuestas por otros caminos, está sujeta a las demás facultades de la Sala, que son limitadas en ciertos sentidos, principalmente en materias de competencias regulatorias. Así, si bien la Sala tiene poderes amplios y funcionalmente trascendentes para autorizar productos e innovaciones, carece de facultades para asignar las responsabilidades en la supervisión de las mismas o para modificar las que competen a otras Superintendencias como la Bancaria, la de Sociedades o la de Servicios Públicos.

Por otra parte, la asignación exclusiva de decisiones sobre reglas del juego y sin suficientes criterios legales a este organismo, y particularmente en cuanto es soportado por la Superintendencia de Valores, también genera

riesgos de monopolio sobre las decisiones de cambio institucional y vulnerabilidad a criterios represivos o meritorios. En efecto, pese a las fortalezas del esquema de la Sala entre las que se destacan la coherencia y la calidad técnica que le aporta el estar radicada en la Superintendencia de Valores, hay que mencionar también que este esquema puede introducir debilidades a la competencia entre agencias regulatorias lo cual aumenta los riesgos sistémicos y debilita la eficiencia que lograría la intervención en mercados complementarios (aumentando la correspondiente a los mercados substitutivos).

- La definición del *mercado público de valores*, con sus implicaciones para la determinación del ámbito de la regulación, se efectúa exclusivamente a través del manejo del alcance y procedimientos para las *ofertas públicas de valores*. Ello también representa una restricción inapropiada de la concepción de dicho mercado. Además de no ser coextensivo con el mercado de capitales, el mercado público de valores tiene funciones que no caben dentro de los parámetros de la oferta pública.⁵⁴ Si bien la atención a estas otras funciones no se pierde del todo en cuanto sean desempeñadas por los mismos intermediarios, o sean conjuntas con las actividades reguladas objetivamente, existe el riesgo de abandono cuando no cumplan estas condiciones. Esto es parcialmente compensado por las labores promocionales de la Superintendencia de Valores, que no tienen estas restricciones, pero que obedecen a un mandato aislado y potencialmente más débil, y que por economía organizacional tenderán a concentrarse en lo obligatorio. Una definición restringida del mercado de valores lo limita a sustituto de segunda clase del mercado financiero, frena su desarrollo, y desvía el ejercicio de las demás funciones a otros terrenos desregulados. Además, este enfoque supone una visión operacional y no funcional del mercado, que sacrifica la eficiencia que conlleva una regulación consciente de todas las perspectivas.

⁵⁴ El mercado de capitales moviliza recursos entre ahorradores e inversionistas, pero también genera reputaciones e información, transforma plazos, produce aseguramiento, agrega y coloca en el espacio y en correspondencia con estructura de la demandada, y todo ello requiere contratos que son costosos. La intervención estatal reduce esos costos. No todos los contratos circulan como valores: así, contratos como los forwards, que son necesarios para iniciar los eventuales mercados de futuros y opciones, podrían no ser valores. También están las garantías, que pueden no ser concebidas como valores propiamente dichos, pero son igualmente fundamentales.

Sin embargo, un manejo adecuado de la flexibilidad que otorga el poder de modificar estas definiciones, podría ser bien empleado también para eliminar posibilidades de arbitraje regulatorio e incertidumbre regulatoria, siempre que los gobiernos crearan y mantuvieran criterios adecuados y que se mejorara y extendiera la supervisión.

- Frente a la necesidad de regular grupos financieros, se ha adoptado⁵⁵ la opción de hacerlo en manera consolidada y comprensiva, orientada a integrar la supervisión de filiales de los bancos en el exterior. Ha sido prematura y unilateral la selección de un enfoque puramente consolidado, sin contar con una adecuada combinación con la aproximación que enfatiza el aislamiento de las unidades reguladas para evitar contagios, que es de especial importancia para los intermediarios del mercado de valores. Aunque la consolidación deba incluir necesariamente las filiales externas, no se debería establecer la primacía de ello, si lo que se trata es de alcanzar comprensividad y consolidación, que serían necesariamente globales.
- Entre las facultades reservadas por la Constitución al Congreso, según la Corte Constitucional (ya que el propio legislativo no lo consideró así al expedir la Ley 35), se destaca la de integrar las normas, la cual permitiría eliminar incoherencias y redundancias, y organizar eficientemente los consiguientes procedimientos administrativos. Según la Corte, el Gobierno solo puede compilar normas, sin modificaciones, eliminaciones ni extensiones.

Es probable que las recomendaciones que haga la Misión impliquen cambios regulatorios o demanden innovaciones extrañas al sistema actual. Para tal propósito, encontramos que las características del sistema que se han anotado en párrafos anteriores, harían difícil su implantación o demanden una reforma del sistema. Por otra parte, al ponerse de presente las principales limitaciones del esquema institucional del mercado de capitales colombiano y dado que el

⁵⁵ Esta reglamentación se encuentra determinada también a partir del régimen de sociedades.

sistema regulatorio se encuentra definido a partir de las autorizaciones legales, la superación de muchas de estas limitaciones implicarían variaciones a las normas vigentes, en especial a la Ley 35 de 1993.

3. Aspectos reglamentarios y organizacionales de la Sala General de Valores y del Superintendente de Valores

La Sala carece de staff y capacidad técnica propios, porque depende para ello de la Superintendencia, y puede recibir aportes de este tipo que provengan del Viceministerio Técnico de Hacienda. En este sentido, tampoco se despeja completamente el conflicto potencial entre facultades reglamentarias y de supervisión, y se requiere coordinación con el Ministerio de Hacienda. Este tiene a su vez un Comité Técnico de coordinación de Regulación, que comprende también otras áreas bajo responsabilidad del Ministerio, particularmente las de supervisión financiera y aseguradora, pero excluye el área societaria. Este Comité ha surgido de necesidades de coordinación regulatoria que no suple la Sala, y también trata algunos temas de competencia de ésta, pero sin capacidad decisoria ni reglamentaria, prestándose a alguna redundancia pero también a canalizar iniciativas que no hayan surgido vía Supervalores.

La singularidad y ventaja especial de la Sala de Valores es su capacidad para hacer reglamentación objetiva, esto es, fijar normas sobre actividades y entidades en razón de su interés público aunque sean realizadas por entidades e intermediarios que no estén sujetos a la inspección, vigilancia y control subjetivos de Supervalores, y por supuesto en materias generales atinentes a éstas y a la labor supervisora correspondiente, según lo prescrito por la Ley Marco. En virtud de ello la Superintendencia de Valores realiza labores supervisoras sobre esas entidades, en las áreas relativas a esas actividades, como ocurre con los emisores del sector financiero y los de otros sectores cubiertos por Supersociedades. Ello presenta un gran potencial para realizar la regulación funcional, es decir aquella que se organiza de acuerdo con las tareas que realiza el mercado independientemente de quién las ejecuta, y sobre anclas

funcionales y no organizacionales, como puede ser el caso de grupos de instrumentos funcionalmente equivalentes, extender regulación objetiva a coberturas de riesgo de empresas no financieras cuando puedan llegar a afectar el mercado de capitales, etc.

En las condiciones actuales dicho potencial es limitado de las siguientes maneras principales:

- La Ley 35 de 1993 reservó a la competencia del Congreso (mediante ley) la modificación de la estructura de los intermediarios (formación, tipologías y operaciones autorizadas), la modificación de las normas sobre capitales mínimos y por razones constitucionales, la determinación de las competencias regulatorias, lo cual introduce rigideces que por tanto afectan la flexibilidad del sistema. Esto se hace evidente al advertir que los principales instrumentos de regulación prudencial que pueden utilizarse son las autorizaciones de operaciones y los requisitos de patrimonio adecuado a las operaciones realizadas.
- El alcance de la intervención reglamentaria está circunscrito al mercado público de valores y a las actividades realizadas por entidades sujetas a la inspección, vigilancia y control de la Superintendencia de Valores, lo cual genera arbitraje regulatorio.
- La Sala no adopta la figura de las comisiones reguladoras en el sentido en que no es una comisión integrada por expertos de dedicación exclusiva; tampoco es totalmente independiente del Gobierno tanto por su composición, como por que desarrolla una función gubernamental y tiene objetivos de coordinación regulatoria. Tampoco es una comisión mixta integrada por aquellos y funcionarios gubernamentales, como lo son otras comisiones regulatorias, particularmente las de Servicios Públicos.

Por otra parte, no existe simetría respecto a la organización regulatoria de los mercados financiero y asegurador, la cual carece de un equivalente a esta Sala que pudiera abocar temas de regulación funcional desde la

perspectiva de esos sectores y en áreas que afectan indirectamente el mercado de valores (ya que las que lo afectan directamente caen bajo control de la Sala), ni aún menos hay coordinación de nivel superior que pudiera articularlas.

Por esto, resultaría conveniente estudiar la figura más conveniente para unificar las diferentes fuentes de reglamentación y que inciden sobre el mercado de capitales, como por ejemplo una única comisión reguladora con salas múltiples, con facultades para abordar los temas financiero, asegurador y bursátil y unificar la perspectiva e incidencia hacia el mercado de capitales.

- Al asignar funciones de reglamentación al Superintendente, se admite que este reglamente y supervise a la vez, con lo cual se le otorga la posibilidad de modificar las normas cuyo cumplimiento vigila y por tanto se le somete a presiones orientadas a cambiar las reglas. Algunas normas de orden operativo, contable, o similares, bien pueden ser competencia razonable del supervisor, pero de las que se trata acá son las que rigen las medidas de promoción y desarrollo del mercado (que inciden sobre la competencia), o imponen límites a las comisiones que pueden cobrar los intermediarios, en las cuales requiere concepto (no obligatorio) de Sala, y otra propias y autónomas como las referentes a los conflictos de interés y uso de información privilegiada, que pueden tener gran influencia sobre el mercado.

Ello dificulta el aislamiento de las facultades reglamentaria y supervisora que se requerirá para evitar presiones que busquen acomodar la primera a la segunda, lo cual desde la perspectiva de la Sala también la hace indirectamente vulnerable a las mismas presiones o le dificulta eliminarlas.

- Lo que dificulta salidas como las sugeridas en los aspectos anteriores, es que requiere aún mayores precisiones regulatorias, porque implica extender el ámbito de la intervención, no reducirlo. Ante ello, se vuelve decisiva la

posibilidad de la autorregulación, y se requiere aún mejor supervisión pública compartida con ella. Esto es lo que definitivamente no se desarrolló en la Ley 35 y constituye el mayor faltante inmediato.

4. Inspección, vigilancia y control

El examen del marco institucional y de la legislación sobre el mercado de valores revela que las tareas de supervisión se adelantan dentro de un conjunto de reglas e incentivos con las siguientes características y problemas generales:

- Hay una sobrevaloración de las funciones reglamentarias en detrimento de las supervisoras, reflejada en la estructura normativa, en la asignación de importantes tareas normativas generales a los superintendentes, y en el exceso de reglas, en ocasiones casuísticas, a las cuales tiene que ajustarse la supervisión.
- El exceso normativo genera, como se verá luego en mayor detalle, incertidumbre regulatoria, y también comportamiento oportunista y arbitraje regulatorio, que a su vez demandan mayor grado de interpretación administrativa en cabeza del supervisor. Paradójicamente, más normas llevan a mayor discrecionalidad, y así se genera un círculo vicioso que a su vez desbalancea la supervisión, volcándola hacia mayor énfasis en el control, a costa de la previsión. El control es indispensable, pero el énfasis de la regulación ha de ser en la previsión, y por lo tanto en incentivos compatibles y en la vigilancia. La regulación es una alternativa y no un sustituto de los mecanismos administrativos ni de la jurisdicción correctiva.
- No se aprovecha suficientemente, al punto de estar ausente, el papel actual y potencial de la autorregulación como apoyo a la supervisión estatal.⁵⁶ La inserción de un auténtico sistema de autorregulación no debe llevar a fomentar monopolios institucionales privados. Un mayor impulso a la autorregulación conllevaría más bien el

⁵⁶ Por supuesto, nuestra legislación extraña completamente un papel estatal meramente subsidiario, según el cual el gobierno sólo interviniera en beneficio público en defecto de la actividad privada.

desmonte del exceso normativo y una mayor valoración de la supervisión, particularmente de sus aspectos preventivos y de asegurar la calidad de la intermediación y de la información.

- A pesar de la indudable importancia de las labores promocionales encargadas a la agencia supervisora, es preciso darse cuenta también que pueden entrar en conflicto con las de supervisión prudencial y de fomento de la competencia, particularmente en un contexto en el cual haya tanto exceso normativo, poco soporte autorregulatorio, y alto nivel de arbitraje regulatorio.
- La concepción principalmente organizacional del poder normativo ha conducido a contradicciones en el manejo de la vigilancia objetiva y la subjetiva. La vigilancia subjetiva sobre temas puntuales se pierde entre la Superintendencia de Sociedades y la de Valores, en tanto que la vigilancia sobre emisores del sector financiero carece de una reglamentación particular y en ocasiones se superpone a la vigilancia subjetiva que ejerce la Superintendencia Bancaria. Por esto convendría hacer homogéneo el manejo de los puntos de encuentro, superposición y exclusión de la vigilancia entre las distintas Superintendencias, que permitiera una cobertura eficiente, de competencias claras y adecuada a los objetivos regulatorios en cada área.

B. Otros aspectos y efectos del sistema regulatorio

La incertidumbre regulatoria, la autorregulación, la integración del mercado, la estructura de intermediarios y la regulación prudencial en cuanto a requisitos de capital mínimo se refiere, son aspectos que inciden directamente sobre el desarrollo del mercado, actual y futuro.

1. Incertidumbre regulatoria

La incertidumbre regulatoria consiste en que es difícil formarse expectativas estables respecto de las reglas del juego porque las normas cambian con frecuencia o con facilidad, porque están sujetas a interpretaciones administrativas o

judiciales que no necesariamente son consistentes, porque el monitoreo es esporádico y difuso o porque los indicadores de cumplimiento son costosos o vagos. De la misma manera, la incertidumbre regulatoria también afecta la eficacia y la efectividad del sistema regulatorio. La incertidumbre radica en las expectativas pertinentes para las decisiones y, por consiguiente, deriva tanto de lo que ocurre en el sistema regulatorio como en su entorno.

Así las cosas, podemos identificar diversos factores que contribuyen a generar esta incertidumbre. Estos pueden ser, de acuerdo con lo anterior, institucionales o no institucionales, según se trate de elementos endógenos o exógenos al sistema regulatorio.

(a) Factores No Institucionales

Los factores generadores de incertidumbre regulatoria son no institucionales en la medida en que no provienen del marco jurídico ni de los organismos que administran la regulación. Su incidencia se destaca si se tiene en cuenta que los principales determinantes del subdesarrollo del mercado han sido de otro tipo y se explica porque en la práctica la regulación específica a este mercado ha sido más pasiva que activa.

(1) Volatilidad del mercado.

El subdesarrollo del mercado, en especial su concentración y poca liquidez, y la consecuente volatilidad y vulnerabilidad a lo que ocurre en los mercados financiero y cambiario, también son fuente de incertidumbre regulatoria porque rebasan la versatilidad y flexibilidad del marco normativo y de la supervisión ordinaria y porque llevan a frecuentes revisiones puntuales de las normas. Así, la volatilidad del mercado pone a prueba cualesquiera reglas del juego y forza a cambiarlas o a que sean ignoradas frecuente o selectivamente.

Entre los mercados emergentes, el caso colombiano no ha sido uno de extrema volatilidad histórica, aunque sí se ha aumentado notablemente desde comienzos de los años noventa.

Durante el período 1986-1993 la volatilidad del mercado colombiano lo califica en el 25% superior dentro de la muestra de países en desarrollo analizada por Demirgüç-Kunt y Levine y comentada en otros documentos.⁵⁷

Pero es esperable que un marco institucional como el actual no sea eficaz frente a un mercado mayor y más volátil, como el que se desarrolle por mayor apertura a los flujos internacionales de capitales. La fortaleza principal ha sido organizacional, y no institucional, lo cual será una traba para un mayor cambio institucional. En este momento, se dificulta excepcionalmente el desarrollo de los nuevos instrumentos de cobertura y de protección contra la volatilidad, y se inducen comportamientos innovadores y de movilización de recursos destinados a evadir las normas y los mercados legales, lo cual a su vez genera mayor volatilidad en estos últimos.

Es posible demostrar que la volatilidad frena el desarrollo institucional cuando éste se condiciona a definiciones organizacionales restrictivas, porque se confunde la estabilidad institucional con la de los organismos y sus competencias. Por ejemplo, el desarrollo de los mercados de futuros cambiarios está limitado por la carencia de un mercado spot de bolsa para divisas, ya que está limitado a los intermediarios financieros. La definición sobre competencia regulatoria pertenece al Congreso, pero también se requiere coordinación con el Banco de la República, quien controla en últimas el mercado cambiario y puede establecer controles a los flujos externos de capitales. En estas condiciones, por la coyuntura cambiaria y sobretodo por los monopolios organizacionales limitantes de cambios institucionales, es imposible un desarrollo bursátil de coberturas y productos derivados cambiarios en mercados públicos, lo cual produce a su vez mayores demandas por controles y proteccionismo cambiario.

(2) El temor de los funcionarios públicos

⁵⁷ El indicador utilizado ha sido la desviación estándar de los retornos de mercado sobre un período rotante de 12 meses. El promedio colombiano ha sido del 6% , mientras las menores volatilidades, similares a las de un mercado tan profundo como el de los Estados Unidos, son del 3%, y las más altas llegan a 25% (Brasil) y 34% (Argentina). La correlación de rango entre volatilidad del mercado y el indicador de desarrollo institucional es apenas de -0.18, para 18 observaciones y con valor P de 0.48, o sea que es negativa y débil.

El desconocimiento de los temas jurídicos, la complejidad y extensión de los mismos, la variabilidad de las decisiones jurisdiccionales, la presión de los órganos de fiscalización, la carencia de indicadores de rendimiento y de incentivos, y por supuesto la propia incertidumbre regulatoria, sesgan la labor de los funcionarios estatales con responsabilidades reglamentarias y de supervisión.

Esto se hace extensible aún a los autorreguladores privados quienes, al igual que los funcionarios públicos, y en un ambiente de alta incertidumbre, reciben incentivos para actuar con gran temor o con oportunismo. Por esto, además de adoptar medidas que ataquen las causas de la incertidumbre, es recomendable adelantar programas de capacitación continuos que busquen mitigar estos efectos.

(b) Factores Institucionales

La incertidumbre también proviene del mismo marco institucional, por incentivos que permiten oportunismo, indicadores que impiden la evaluación, y sobretodo por requerir discrecionalidad administrativa o interpretativa de parte de autoridades jurisdiccionales que a su vez tienen marcos y actores que producen determinaciones impredecibles.

(1) Incertidumbre generada por las decisiones jurisdiccionales

Las decisiones jurisdiccionales recaen sobre la constitucionalidad y la legalidad de las normas que expiden las autoridades regulatorias, o sobre los conflictos entre particulares o entre éstos y el Estado. En el primer caso, inciden sobre la validez y la vigencia de las normas que regulan el mercado, en el segundo sobre su aplicación. Hay cuatro formas de incidencia que generan incertidumbre regulatoria: las inconsistencias entre decisiones que versan sobre un mismo tema, la variabilidad de criterios y de alcance de las decisiones, los defectos de calidad, y las arbitrariedades.

a'. *Inconsistencia Jurídica*. Se presentan incoherencias cuando se aplican razones distintas para resolver problemas idénticos. Por ejemplo, la Corte Constitucional sostuvo en la sentencia C-040 del 11 de febrero de 1993 que las contribuciones parafiscales no deben entrar a ser parte de los recursos del Tesoro Público, porque si así ocurriera se convertirían en rentas de destinación específica, que está prohibidas constitucionalmente. Sin embargo, en la sentencia C-397 del 7 de Septiembre de 1995 se afirmó que deben ser incluidos en el Presupuesto Nacional porque ello no altera su naturaleza.

Aunque el ejemplo no provenga propiamente de la regulación del mercado de capitales es ilustrativo de las deficiencias generales del sistema de decisiones jurisdiccionales. Este carece de mecanismos coercitivos de consistencia a todo nivel⁵⁸.

b'. *Variabilidad y Alcance*. En otras ocasiones, las decisiones tomadas en un momento no permiten predecir las que puedan venir luego, o emiten indicios que producen previsiones erróneas, porque en el desarrollo se van introduciendo nuevos principios o elementos de juicio. Quienes hubiesen emprendido actividades según las primeras reglas del juego ven luego frustradas sus aspiraciones y cambiado el campo de acción. No se trata de inconsistencias, y en principio un desarrollo legal puede y debe tener variaciones de este tipo, pero en nuestro caso ello resulta problemático por la profundidad de las redefiniciones que está en juego tras la nueva Constitución.

Para ilustrar este punto, resulta útil la sentencia de la Corte Constitucional, mediante la cual se declaró inexecutable el artículo 36, inciso tercero de la Ley 35 de 1993 y la totalidad del Decreto 0653 de 1993 (Estatuto Orgánico del Mercado de Valores, EOMV)⁵⁹.

⁵⁸ Salvo el caso de recurso de súplica ante el Consejo de Estado y algunos mecanismos internos de consistencia que cada día toman más fuerza en la Corte Constitucional, junto con otros ejemplos aislados, el sistema jurídico no posee mecanismos coercitivos de consistencia.

⁵⁹ Sentencia C-397 del 7 de septiembre de 1995

Dentro de la argumentación de la Corte, la principal razón que lleva a declarar inexecutable el EOMV consiste en que es una la facultad de expedir códigos (codificar) y otra diferente la de compilar normas jurídicas (codificación). La primera, es de resorte exclusivo y excluyente del Congreso, de manera indelegable por expresa prohibición Constitucional (artículo 150 numeral 10 de la C.P.). La segunda. Como “en nada debe alterar la naturaleza misma de las normas agrupadas, puede ser desarrollada por cualquier particular o entidad pública o puede ser igualmente delegada al Ejecutivo”(…). La Corte encontró que la facultad que otorgaba la Ley 35 en su artículo 36, con base en la cual fue expedido el EOMV, “permitían al Ejecutivo reordenar todo el sistema normativo correspondiente con atribuciones suficientes, inclusive, para eliminar las normas repetidas o superfluas, así como para adoptar un procedimiento administrativo especial aplicable a la Superintendencia de Valores” lo cual, a juicio de la Corte, implica facultades no solo de codificación sino de “codificar” que según se dijo, son indelegables.

La variación que se presenta, sin ser inconsistencia⁶⁰, surge al retomar una sentencia anterior que se había pronunciado sobre el inciso primero del mismo artículo 26 de la Ley 35. En dicha oportunidad⁶¹ la Corte sostuvo que “cuando los contenidos que informan el correspondiente sistema normativo son cambiados en su esencia o son de tal envergadura que comprometen su estructura normativa, necesariamente la reforma tiene que realizarse mediante ley y no por el mecanismo de las facultades extraordinarias”.

En otras palabras, con la sentencia de 1994, podía aún sostenerse la viabilidad de las facultades que se otorgaron para compilar en un solo estatuto las normas del mercado de valores. Con la sentencia de 1995, al variar su alcance, esto ya no es posible, como en efecto ocurrió.

⁶⁰ En este caso, no se trata de una inconsistencia por cuanto el pronunciamiento de la Corte sobre el particular, no era el objeto de la sentencia. Su objeto era analizar la viabilidad de expedir un procedimiento administrativo especial para la Superintendencia Bancaria y no si las facultades para incorporar al EOSF implicaban facultad de codificación.

⁶¹ Corte Constitucional, Sentencia C-252 de mayo 26 de 1994

En otras ocasiones, algunas decisiones jurisdiccionales han ido más allá de simplemente conceptuar sobre la validez de las normas y han creado verdaderas reglas de aplicación obligatoria. Este fenómeno, que en ocasiones ha sido calificado como “cogobierno de los jueces” es una nueva fuente de normas regulatorias por vías distintas a las demás competentes para hacerlo. Casos como las sentencias sobre privatización y el sector solidario, donde los tribunales han llegado a establecer cuáles son las condiciones favorables para la participación del sector en las compras, como su precio, financiación, privilegio, y qué porcentaje ha de ofrecérsele, son ejemplos de dicho “cogobierno.”

c'. *Calidad*. Las actividades del mercado de capitales tienen una lógica propia y unas características cuyo conocimiento es muy especializado. Este no siempre está a la mano de los jueces que en ocasiones entran a conocer y decidir sobre transacciones del mercado, y ello afecta adversamente el sentido de sus determinaciones. En estas ocasiones, las decisiones jurisdiccionales implican cambios en las reglas del juego, por no aplicarse correctamente.

Esto ha generado en muchos casos, la preferencia de los particulares por llevar sus conflictos ante tribunales de arbitramento de carácter técnico especializado o a figuras similares. No existen jurisdicciones especializadas en temas financieros y del mercado de capitales, como las que se han ido conformando para lo laboral, los asuntos de menores, y sobretodo y cercanamente, para el comercio⁶².

d'. *Arbitrariedades*. La complejidad de la regulación, y la variabilidad de la validación jurisdiccional de la misma producen además otros vicios reglamentarios que aumentan la incertidumbre regulatoria. Aunque no haya sido tan frecuente en el caso de la reglamentación del mercado de capitales, vale la pena mencionar que en muchas áreas es frecuente que haya transcripciones acomodaticias, selectivas o descontextualizadas de las normas de orden jerárquico superior para autorizar normas que precisamente las irrespetan o contradicen. esto suele hacerse para que las normas surtan efectos temporales, mientras se descubre que no eran válidas dichas interpretaciones, o mientras se demandan y se llega tardíamente a invalidarlas.

⁶² La jurisdicción del comercio aún no ha entrado a funcionar pero por motivos distintos a los que llevaron a crearla.

(2) La insuficiencia de las definiciones

Como quedó establecido en la primera parte de este documento, el sistema regulatorio está estructurado de manera tal que las actividades dentro del mercado están condicionadas a la existencia de una autorización de carácter jurídico, bien sea de origen legal o administrativo. En consecuencia, la actividad estatal tiene como pretensión el cubrirlo todo y se somete enteramente el sistema regulatorio y el mercado a los cambios normativos. Sin embargo, las definiciones legales escapan al ingenio de los actores del mercado, razón por la cual hay que modificarlas constantemente. Esta circunstancia, más que ser un problema en sí mismo, es un síntoma de la insuficiencia de las definiciones legales.

Esta insuficiencia consiste en que las definiciones que se introducen en las normas para categorizar las actividades dentro del mercado y por lo tanto para definir el espectro de la regulación, no se basan en criterios generales en relación con las funciones del mercado y los objetivos de la regulación, sino en estructuras organizacionales, sus competencias y atribuciones. Por ser insuficientes, las definiciones legales se han encomendado a organizaciones que por su naturaleza, permiten una fácil modificación de las mismas. Por esta vía, lo que se planteó como flexibilidad, genera inestabilidad y por ello, incertidumbre. Un ejemplo se encuentra en las variaciones que ha tenido el concepto de oferta pública⁶³ (cuya incidencia se ha visto en párrafos anteriores).

⁶³ Según la Resolución 400/95 (Art 1.1.2.1.1.), OFERTA PÚBLICA es aquella oferta de documentos emitidos en serie o en masa, dirigida a : personas no determinadas ó personas determinadas cuyo numero sea igual o exceda de cien. Dirigida a accionistas de la sociedad emisora, si su número excede de 500 personas. Dirigida a accionistas o a personas determinadas, si en este último caso su número excede de cien. Aquella cuyos destinatarios se han determinado a partir de una labor de premercadeo dirigida a personas indeterminadas o determinadas cuyo número exceda de cien. Por último, no constituye oferta pública la operación de capitalización obligatoria independientemente de su número. Según el Decreto 653 de 1993, constituye OFERTA PUBLICA aquella: Dirigida a personas no determinadas ó dirigida a un sector determinado ó comunicada mediante un medio de comunicación masiva. Corresponde a la Sala General, determinar qué entiende por Oferta Pública. Por su parte, la Resolución 001 DE 1980 estableció por OFERTA PÚBLICA aquella: dirigida a personas no determinadas ó realizada mediante un medio masivo de comunicación hacia un sector o grupo determinado de personas.

Como resultado, esta metodología trae como consecuencia la formación de monopolios organizacionales, conduce a la desvalorización de las normas, promueve el comportamiento elusivo y evasivo y abre un espacio para la presión política y los intereses particularistas.

(3) Las dificultades de integración y las incompatibilidades entre diferentes sistemas normativos.

La codificación de normas es una facultad reservada por la Constitución al Congreso, sin embargo, la interpretación que la Corte Constitucional ha hecho a esta competencia es de tal alcance que le impide al Gobierno realizar labores de armonización e integración de normas que serían útiles para eliminar incoherencias y redundancias. Tratándose de una legislación tan extensa y variable, esta limitación tiene gran incidencia hacia la eficacia del sistema regulatorio.

Las actividades y los agentes del mercado de capitales están sujetos a legislaciones diferentes a la propia, como la societaria, tributaria, y penal. Los procedimientos de trámite y expedición de los diferentes cuerpos normativos no garantizan coherencia entre ellos, y en algunas ocasiones se ha buscado deliberadamente cambiar mediante cierto tipo de legislación lo que se hizo con otra. Por ejemplo, la legislación penal financiera expedida con ocasión de la crisis de los años ochenta, especialmente la del decreto 2920 de 1982, buscó prevenir y corregir punitivamente una situación de entrecruzamiento de actividades de las entidades del sector financiero que la legislación financiera y societaria había prohijado hasta entonces.

Por otra parte, también hay cuestiones de balance entre los diversos tipos de legislación y de intervención, sobre las cuales no hay mecanismos explícitos para contemplarlas y decidir las racionalmente. Debe haber en especial un balance entre la regulación que es preventiva y la jurisdicción correctiva, que castiga ex post. La prevención es lo más apropiado bajo ciertas circunstancias, que son precisamente las que conducen a implantarla en el mercado de capitales: cuando hay responsabilidad limitada por parte de los intermediarios, y cuando operan con alto

apalancamiento y con un capital muy específico. También es preferible la prevención cuanto menor sea la probabilidad de que los tribunales de justicia atiendan y otorguen acciones correctivas, como cuando el daño es disperso y haya dificultad para la acción colectiva de los perjudicados, y cuando sea difícil probar la causalidad entre el comportamiento malintencionado u oportunista y los daños causados, características éstas también prevaletentes en los mercados de capitales y financieros. La debilidad del sistema judicial o de los mecanismos privados de conciliación están entre las razones para enfatizar la regulación preventiva, y dentro de ésta la supervisión mediante vigilancia e inspección.

2. Perspectivas para la autorregulación en Colombia

Las bolsas de valores desempeñan funciones que en ocasiones se han calificado de “autorreguladoras”, categoría que para el caso, resulta entonces imprecisa. Las Asambleas y Consejos Directivos de las bolsas reglamentan internamente dichas entidades. Pero aunque ello redunde en autorregulación del mercado, no la constituye formalmente en sentido jurídico, ya que se realiza solo en ejercicio de las facultades societarias ordinarias que no implican responsabilidades frente al mercado y no corresponden a la naturaleza de las facultades reguladoras que ejerce el Estado.

Por otra parte, la Ley 35 de 1993 nada dijo sobre el ejercicio de la actividad reguladora en cabeza de particulares y la legislación anterior tampoco hace explícita ninguna responsabilidad en cabeza de las Bolsas como reguladoras y, por ello, las omisiones en la vigilancia o sanción de sus miembros no tienen consecuencias en la medida que la Superintendencia es la que tiene dicha responsabilidad y está obligada a ejercerla. Así, la Superintendencia vigila a las Bolsas como agentes del mercado, no como reguladores.

Por otra parte, se piensa que las facultades de vigilancia y control que poseen las Bolsas no son suficientes para controlar las actividades de sus clientes. Esto no es del todo cierto partiendo de la base que la relación de estos con los comisionistas y con la bolsa, es una relación contractual que permite que las partes, acuerden el cumplimiento de determinados requisitos, entre los cuales perfectamente puede incluirse el suministro de información adicional, por ejemplo.

Sin lugar a dudas, las funciones de vigilancia que cumplen las Bolsas (tomando como ejemplo la bolsa de Bogotá) exceden su ámbito de operación ya que incluyen actividades extrañas a las transacciones en sí mismas. En esta medida, en la Bolsa se encuentran concentradas una serie de actividades (como las relacionadas con los conflictos y relaciones de sus miembros entre sí) que bien podrían asignarse en otra entidad y posiblemente de una manera eficiente.

La autorregulación es hoy el modo básico de intervención pública que enfrentan los agentes del mercado en casi todos los mercados desarrollados de capitales. En tales casos la regulación estatal se concentra en supervisar dicha autorregulación y en labores de última instancia o recurso. La autorregulación no es incompatible con fuertes esquemas intervencionistas como los del Este Asiático, donde juega un importante papel conjunto con el estatal⁶⁴. Pero por otra parte, es preciso recordar que ha jugado un papel monopolístico y restrictivo, y que ello siempre está dentro de los riesgos de un esquema apoyado en ella, y que parte decisiva del papel estatal está en prevenir las prácticas restrictivas y manipulaciones a que puede dar lugar.

La autorregulación como sistema, facilita la gobernabilidad de las normas en varios sentidos. Inmediatiza su aplicación, lo cual cierra espacios para el comportamiento elusivo. La autorregulación, aparejada de una asignación

⁶⁴ Todas las firmas comisionistas de Corea deben ser miembros de la asociación de Dealers, que aparte de las tareas tradicionales de autorregulación es la encargada de entrenar y calificar a los profesionales del mercado, y del registro de los títulos OTC. Por su parte, la Bolsa que ha vuelto a ser privada tras un largo período público, es la encargada del registro de valores. La Comisión de Valores no es una agencia independiente y está subordinada al Ministerio de Finanzas, pero es la encargada de la reglamentación y supervisión y del mercado OTC, de las adquisiciones y fusiones de empresas, y de las prácticas contables, ejerciendo además gran control sobre los títulos que pueden acceder al mercado.

de responsabilidades y consecuencias por su ejercicio, permite reconceptualizar la labor de las Superintendencias, que pueden dejar de ser revisoras de documentos a vigilantes de políticas y criterios. Correctamente implementada, la autorregulación permite hacer eficiente la labor de una actividad estatal que pretende cubrir todo el espectro del mercado en la medida en que le permite concentrarse en funciones verdaderamente promocionales.

Dentro del esquema constitucional colombiano la extensión del alcance de la autorregulación demandaría una modificación sustancial de la ley marco del mercado de capitales. Se concentraría principalmente en las tareas de inspección, vigilancia y control como delegación de las responsabilidades públicas en esa materia, y dentro de las normas expedidas por el Gobierno y el marco legal fijado por el Congreso. Habría básicamente dos mecanismos para asignar a los particulares funciones de autorregulación, según se dijo arriba. Bien que la ley las asigne directamente a los particulares o bien que autorice a las autoridades administrativas el delegarlas en los particulares. La figura de la delegación es interesante en cuanto que va aparejada de responsabilidad. El delegante no asume responsabilidad alguna por las actuaciones del delegado pero está en capacidad de exigirle resultados⁶⁵. Por otra parte, permite que, en cualquier eventualidad, el delegante reasuma las funciones delegadas de una manera ágil, sin que sea necesario algo diferente a un acto administrativo o al simple ejercicio de la función por parte del delegante. Por otra parte, el sistema de delegación también permite adoptar políticas de incentivos compatibles para los destinatarios de la regulación.

Un objetivo primordial sería el de reducir el arbitraje regulatorio, para lo cual sería preciso que la autorregulación no estuviera exclusivamente en cabeza de las bolsas y referida exclusivamente al mercado público de valores. Los comisionistas deberían tener su propio cuerpo organizado de manera distinta al gremial, con participación de miembros externos, para la autorregulación. Este organismo, independiente del de las bolsas podría sumarse a otros organismos profesionales u otras organizaciones particulares para otro tipo de bolsas, como las de futuros.

⁶⁵ Artículo 211 de la Constitución Política

Es preciso sin embargo anotar las siguientes condiciones de una extensión del ámbito de la autorregulación:

- Fortalecimiento y especialización de la supervisión pública, para que se concentre en la de los entes autorreguladores,
- Reglamentación menos intrusiva, más especializada al mercado de capitales, y con mayores facultades de adaptación al desarrollo del mercado, sin monopolio organizacional y basada en criterios funcionales,
- Responsabilidad de los autorreguladores frente al mercado y correspondiente capacidad sancionatoria de parte del gobierno,
- Control del potencial restrictivo y las prácticas discriminatorias en que puedan incurrir los entes autorregulatorios, particularmente en cuanto puedan fragmentar el mercado o impedir la integración del mismo
- Especialización de los entes autorreguladores, y chequeos y balances entre ellos.

3. La reglamentación de la integración del mercado de capitales colombiano

Una de las principales tareas de desarrollo del mercado de capitales colombiano es el logro de la integración del mismo, que al momento se encuentra fragmentado por la operación en gran parte aislada de las diversas Bolsas de Valores. Esta no es la única dimensión de la fragmentación del mercado, ya que algo similar ocurre respecto a transacciones que se realizan fuera de las mismas. Si bien este último tipo de fragmentación sí obedece en buena medida a obstáculos regulatorios, la fragmentación regional se debe más bien a factores diferentes, en buena parte a la especialización regional en diversos títulos, y sobretudo a la poca profundidad del mercado y alta concentración del mercado accionario.

Como la misión ha sido una nueva oportunidad para considerar y recomendar la integración geográfica del mercado, en esta sección se examina el marco normativo de medidas que faciliten u obstaculicen la realización de esta propuesta.

Existe una base legal que, aunque limitada, permite hacer una transición gradual, viable e incluso autorregulada hacia un mercado integrado. En efecto, medidas vigentes como el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, la unificación de reglamentos, los depósitos centralizados de valores y las facultades regulatorias actuales de la Sala, sustentan las posibilidades inmediatas de la integración.

Ya hace bastantes años existe un registro único de valores, con efectos en todo el país. Su principal función es la de dar publicidad a las operaciones, títulos, y transacciones, y como tal es el elemento básico para que haya un mercado integrado. Sin embargo, las Bolsas también tienen registros de los títulos transados en cada una de ellas, y así se han aumentado los costos de transacción y se han limitado las operaciones de compra y venta desde otras bolsas.

La igualdad de reglamentos operativos evita que seleccionen las bolsas para efectuar ciertas transacciones. A pesar de normas y compromisos generales para esta unificación, la Superintendencia tiene facultades y ha autorizado reglamentos distintos a los operativos, principalmente los internos, que difieren entre Bolsas, solo bajo la restricción nominal de que ello no afecte la “seguridad, transparencia y desarrollo del mercado” Ello ha contribuido a la fragmentación, vía diferencias disciplinarias, condiciones de entrada de intermediarios, y diversidad de requisitos de inscripción de títulos en las bolsas.

En el año 1990 se creó el Depósito Centralizado de Valores del Banco de la República para recibir en depósito y administración título emitidos y garantizados por dicho Banco, y los valores que constituyen emisiones forzosas o

substitutivas a cargo de las entidades vigiladas por la Superbancaria. Se exigió que no se tratara de acciones. Se trató así de un depósito de acceso restringido.

Poco después la ley 27 de 1990 abrió espacio para crear otros depósitos de valores al otorgar facultades a la entonces Comisión de valores para autorizar sociedades que tuvieran por objeto prestar este mismo tipo de servicios. También mantuvo el depósito del Banco de la República y se facultó además al Gobierno para crear (en un año) otro depósito con capital mixto para los demás títulos. La exclusión de los títulos públicos y la configuración mixta del nuevo depósito impidieron su desarrollo. Lo mismo ocurre con la posibilidad de crear varios depósitos, que desvirtúa su posibilidad de centralización. Esa ley permite también que los depósitos presten servicios de compensación y liquidación, teneduría de libros, transferencia y constitución de gravámenes sobre títulos depositados, actividades que contribuirían a superar algunos de los otros obstáculos importantes actuales para la integración del mercado.

La Sala general de Valores tiene todas la facultades en relación con el Registro nacional de valores Intermediarios, las bolsas, los valores negociables en ellas y fuera de bolsa, que le permitirían alcanzar un esquema integrado cualquiera que fuese el adoptado. El propio superintendente tiene las facultades que le permitirían hacer lo propio y complementar las medidas de Sala.

4. los intermediarios del mercado

La tendencia reglamentaria que se ha impuesto en Colombia ha sido la de extender las autorizaciones a los comisionistas hasta llegar hoy a permitir que intermedien colocaciones de títulos, realicen operaciones por cuenta propia, otorguen préstamos a clientes para financiar adquisición de valores, celebren compraventas con pactos de recompra, administren valores de comitentes, administren portafolios de valores de terceros, constituyan y

administren fondos de valores, y presten asesoría.⁶⁶ Las limitaciones están sólo del lado de los requisitos de capital y del apalancamiento requerido para realizar algunas de estas tareas.

Pese a estas autorizaciones y a que los requisitos de capital son bajos, las firmas comisionistas (con excepciones) tienden a concentrarse en pocas actividades, a menudo sólo las de operaciones de bolsa por cuenta de clientes, y con especialización por tipos de títulos y/o de clientes (según bolsas).

La tendencia internacional no es a la autorización progresiva (ni súbita) de más funciones a unos mismos comisionistas básicos, sino la de permitir y estimular otros intermediarios especializados, y a unos y a otros exigirles mayores responsabilidades en la medida de su participación en la formación y operación del mercado. No bastan los requisitos de capital, sino que hay que incidir estructuralmente en las transacciones para mejorar la liquidez, aumentar la transparencia y proteger a los clientes. La arquitectura y funcionamiento de los mercados depende crucialmente de los papeles y desempeño de los agentes en las operaciones. Esta es la definición que falta en el mercado colombiano.

En la experiencia internacional se encuentran diversas configuraciones de intermediarios, que a su vez corresponden a diversos sistemas de operación de las bolsas. Los puros agentes para terceros (brokers) no tiene obligación de responder a órdenes de clientes del inventario propio cuando no encuentren contraparte. Operan en mercados de transferencia de órdenes (order driven). En el otro extremo se encuentran los formadores de mercado (market makers), que están obligados a cotizar posturas de compra y venta en firme en forma ininterrumpida y a responder en forma inmediata a las órdenes del mercado. Operan en mercados de transmisión de posturas (quote driven), que sólo lo hacen sobre posiciones propias, y pueden ser centralizados (como las bolsas de futuros estadounidenses) o descentralizados (NASDAQ).

⁶⁶ También merece destacarse la autorización de la ley 45 para que los intermediarios financieros participen en el capital de las sociedades comisionistas de bolsa.

En la mitad se encuentran los “especialistas” que actúan en los remates con doble función, para operar como intermediarios puros (brokers) o como negociadores por cuenta propia (dealers). Así se logra mejorar la continuidad en la formación de precios y se eliminan desequilibrios temporales entre oferta y demanda de valores. Estos “especialistas” tienen obligaciones precisas de mantener liquidez, amplitud, profundidad y transparencia. Para ello se les puede dar concesión temporal de determinadas emisiones. Por una parte actúan en el mercado de compra venta donde obtienen ganancias por diferenciales, y por otra parte actúan en el mercado de intermediación donde obtienen comisiones.

Por una parte se requiere entonces permitir y propiciar nuevas figuras de intermediarios especializados, con derechos y responsabilidades particulares y la correspondiente vigilancia, y por otra parte es necesario que las tareas especializadas que realizan las firmas con más amplias autorizaciones también se vean sujetas a los mismos derechos y responsabilidades de los primeros. Se debe dejar espacio para que a la larga puedan llegar a establecerse “market-makers”.

5. Requisitos de capital

La reglamentación de requisitos de capital para intermediarios del mercado de capitales es un terreno nuevo y poco consolidado. No hay uniformidad internacionales en esta materia, como la que existe para el caso de los intermediarios financieros.

Usualmente se exige un capital mínimo para entrar, y además mantener alguna relación de solvencia sobre patrimonio técnico, respecto al alcance de las operaciones autorizadas. El capital mínimo hace parte del patrimonio técnico, y le fija un piso al cual puede tender en la medida que sean laxos los requisitos de apalancamiento o que los

intermediarios limiten sus operaciones. La complejidad o insuficiencia de los requisitos de apalancamiento debilitan las relaciones entre capital mínimo y patrimonio técnico.

El capital mínimo comprende la inversión en el puesto de bolsa y un monto adicional que depende de si la firma desea o no realizar todas la operaciones autorizadas (\$400 o \$200 millones de 1993, respectivamente). El primer componente evoluciona de acuerdo con la valorización del puesto y el segundo se actualiza con el IPC. A pesar que los puestos de bolsa se han encarecido (hasta \$1500 millones), los requisitos de capital mínimo siguen siendo muy bajos como base del resto de requisitos de capital. Comprenden un exceso de capital específico.

Las reglamentaciones en esta materia se iniciaron en 1988 y tuvieron muchos cambios hasta 1993, cuando la ley 35 determinó que los montos mínimos solo podría ser modificados en adelante por ley, congelando así la base de los requisitos de capital.

El patrimonio técnico está constituido, además de las inversiones requeridas para ingreso a las bolsas, por capital primario y secundario. El primero comprende el capital suscrito y pagado, la reserva legal, las primas en colocaciones de acciones, y utilidades no distribuidas pero con vocación de capitalización, menos el puesto de bolsa y las pérdidas. Y el segundo comprende reservas diferentes a las legales, las partes no firmemente capitalizables de las utilidades aún no distribuidas, y parte de las valorizaciones de activos (menos las del puesto), con algún ajuste por el riesgo del portafolio.

Sobre el patrimonio técnico (PT) se erigen los requisitos de capital para las operaciones autorizadas, principalmente y sin entrar en excepciones y casos complejos:

- hasta tres veces el PT para operaciones por cuenta propia en el mercado primario,

- hasta 10 veces el PT para las operaciones por cuenta propia en el mercado secundario, pero con límites más restrictivos para algunos títulos (participaciones y titularizaciones, repos, títulos financieros)
- hasta el monto del capital mínimo más la utilidades del periodo en curso, y sin que exceda en 20% el PT, para las inversiones con recursos propios
- La financiación a clientes puede ser con recursos propios o con base en endeudamiento del comisionista, que no puede exceder 3 veces su PT. Tampoco se puede concentrar más del 15% de la capacidad e financiación en un cliente, ni se le puede prestar para que compre más del 3% de una misma sociedad.

De lo cual se desprende la importancia de un buen nivel de patrimonio técnico, lo cual no ha sido sin embargo asegurado, por el bajo requisito de capital mínimo. También se aprecia que aun cuando las reglas de apalancamiento siguen en promedio las experiencias internacionales, tienen demasiadas calificaciones y excepciones. Quizá para compensar los bajos requisitos de capital mínimo.

El enfoque empleado por la regulación colombiana, y que se acaba de describir, difiere del que se está empleando en los países más avanzados, que está poniendo más énfasis en los requisitos de capital para soportar una exposición resultante de desequilibrios entre activos y pasivos. Más allá de realizar operaciones de bolsa por cuenta de terceros, los riesgos que la mayoría de estas extensiones de las actividades de los intermediarios de valores pueden asimilarse a desfases entre posiciones largas y cortas. Su riesgo disminuye, *ceteris paribus*, cuando el portafolio esté balanceado porque la posición neta sea nula, y en tal caso la firma no es vulnerable a los choques agregados de mercado. La regulación prudencial de las entidades del mercado de valores está en evolución y no hay acuerdos como los existentes para los intermediarios financieros, precisamente porque no es claro si las regulaciones deben basarse en las posiciones netas o brutas (la suma de todas las posiciones cortas y largas), además de las dificultades para valorar y determinar cuáles son las actividades sujetas a este tratamiento.

Las posiciones netas probablemente reflejan el riesgo general de mercado, mientras la brutas posiblemente son más específicas a los riesgos de portafolios individuales, incluyendo hasta los riesgos de crédito. Como todavía no hay acuerdo sobre lo que se desea controlar, se encuentra que mientras los Estados Unidos y Japón tienen requisitos basados en las posiciones brutas, el Reino Unido los hace sobre las netas, y por esta vez Basilea y la Unión Europea se han puesto de acuerdo para recomendar las dos simultáneamente

6. Regulación de grupos financieros⁶⁷

La regulación colombiana de grupos financieros ha estado orientada principalmente a la consolidación de las filiales externas de los establecimientos bancarios. Hay aún poco desarrollo de la regulación específica a los intermediarios del mercado de capitales, cuando hacen parte de grupos. Esta regulación demandaría una aproximación complementaria del tipo “separado o autónomo” que procura más bien aislarlos del resto del grupo.

La regulación de grupos financieros tiene en general una serie de retos pendientes:

- Las reglas de capital adecuado deben aplicarse también en base consolidada a las matrices o las compañías holding, para evitar sobrestimaciones del capital de las filiales a través de transacciones internas a los grupos. Ello aumenta los requisitos de coordinación entre las agencias supervisoras.

⁶⁷ ⁶⁷ Se concentrará la discusión en los grupos financieros, pero en realidad los grupos pueden involucrar empresas en otras actividades. Así como en el sector financiero siempre se establecen reglas que autorizan estructuras de propiedad entre matrices y filiales dentro de esta rama, lo que se requiere en general es que cuando haya mezcla de actividades también deban imponerse reglas del mismo tipo. Desde la perspectiva de la regulación del sistema financiero, es preferible que estas reglas impongan que las entidades comerciales e industriales se encuentren arriba del subgrupo financiero y clarifiquen las responsabilidades financieras respecto a éste. Si se permiten actividades reales detentadas por las financieras, debe haber límites sobre la parte del capital de las entidades financieras invertido en tales subsidiarias. La discusión que sigue se concentra en el subgrupo financiero, que sin embargo puede comprender actividades e intermediarios en mercados de valores.

- Se deben armonizar los estándares de valoración aplicables a los activos y pasivos de todos los tipos de entidades, para poder tener una medida común de capital y reducir los incentivos para arbitraje regulatorio. Ello implica valorar las transacciones intragrupo a precios de mercado.
- Los conglomerados también deben reportar sus informes financieros en forma consolidada.
- También hay que definir mejor y hacer cumplir reglas especiales para las transacciones intragrupo, controlando las posibilidades de manipulaciones (“insider dealing, front-running, dumping”), forzando la mejor ejecución posible (para los clientes) de las operaciones bursátiles, y regulando los conflictos de interés.
- Los requisitos de entrada y acceso a los negocios también requieren ajuste en vista a la operación de grupos conglomerados.
- Hay que tomar en cuenta los estándares internacionales y su aplicación consolidada, para no incurrir en pérdida de competitividad ni en riesgos excesivos.

Por su parte, la supervisión de grupos también tiene exigencias particulares:

- Es obvio que se requiere mayor coordinación entre supervisores, pero es posible que también se requieran reorganizaciones y redistribuciones de competencias en vista a una estructura financiera presidida por grupos.
- La supervisión de conglomerados posiblemente requiera más inspección y monitoreo in situ y que se adapte a las características de los grupos, con menos confianza en los meros reportes estándar que se envían a las autoridades.
- El control también quizá deba confiar menos en las multas y requiere otros poderes como los de remover directivos o eliminación del registro de autorizaciones.

En fin, la cuestión de los grupos requiere en general una profundización y fortalecimiento de todo el espectro de la regulación prudencial y hasta de la estructura regulatoria. Cuando hay amplias posibilidades de arbitraje regulatorio, las normas simples y la supervisión limitada pueden perder toda efectividad

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES PARA LA MISION

El análisis presentado en las secciones anteriores pone de presente las principales limitaciones del esquema institucional del mercado de capitales colombiano. Dado que el sistema regulatorio se encuentra definido a partir de las autorizaciones legales, la superación de muchas de estas limitaciones implican variaciones a las normas vigentes, en especial a la Ley 35 de 1993. En particular es recomendable:

1. En cuanto a la determinación del espectro de intervención estatal:
 - Precisar y ampliar la noción de interés público dada su importancia como criterio general de regulación.
 - Ampliar el campo de aplicación de la intervención más allá del mercado público de valores. Es necesario abarcar, por lo menos, las transacciones que lo afectan indirectamente.
 - Utilizar una definición multifuncional para el mercado público de valores (no limitada a la oferta pública de valores).
2. Dar un enfoque funcional a la reglamentación, para lo cual puede resultar conveniente orientarla utilizando como criterio principal las actividades que desarrollan los agentes según las funciones que desempeñan en el mercado.
3. Separar completamente las competencias reglamentarias generales de las de inspección, vigilancia y control entre la Sala y la Superintendencia. Adicionalmente, dotar a la Sala de una mayor capacidad técnica propia con el propósito último de desarrollar una regulación funcional.
4. Utilizar las competencias legislativas para establecer verdaderos criterios generales derivados de la definición de interés público, otorgando a las autoridades gubernamentales (la Sala) facultades de modificación de la política concreta de intervención de acuerdo con la evolución y promoción del mercado.
5. Otorgar mayores facultades a la Sala en materia de competencias regulatorias para poder hacer frente a las innovaciones del mercado de capitales.
6. Establecer mecanismos internos de consistencia entre las reglamentaciones de diverso nivel.

7. Incorporar un auténtico sistema de autorregulación eficiente. Para ello es necesario aumentar las responsabilidades delegadas a los organismos autorregulatorios y desarrollar mecanismos que los supervisen adecuadamente. Sería conveniente que el poder autorregulador no se concentrara en las bolsas, por lo que es recomendable que se organicen cuerpos de comisionistas y otros profesionales, con carácter diferente al gremial, que les permita sancionar a los asociados, dirimir conflictos entre los intermediarios y sus clientes y, eventualmente, expedir reglamentaciones. Dadas las exigencias constitucionales, la inserción de la autorregulación requeriría una modificación a la Ley 35 de 1993.
8. El modelo básico de la Sala de Valores parece adecuado a la naturaleza del mercado que le corresponde, convoca a los sectores relevantes, se presta al enfoque funcional y a la regulación objetiva bien articulada con la subjetiva. Sin embargo es recomendable estudiar un modelo de esquema institucional diferente que, atendiendo el criterio de unificar la reglamentación pertinente del mercado financiero, permitiera un mayor grado de coordinación bajo una mayor autonomía técnica en la determinación de políticas regulatorias.
9. De forma paralela al desarrollo del mercado es viable que la reglamentación promocional y proteccionista (como la que impone la diversificación de las inversiones) se sustituya por una en la que se garantiza simplemente una mejor calificación y vigilancia de los intermediarios y los organismos de autorregulación. Ello implica reorientar la supervisión para dar mayor espacio a la legislación societaria, a la autorregulación y a la solución de conflictos entre particulares.
10. Con miras a atenuar los efectos adversos de la incertidumbre regulatoria, se debe propender, por una parte, por el desarrollo de mecanismos que permitan lograr una mayor consistencia en las decisiones jurisdiccionales y en especial, en aquellas relacionadas con el mercado de capitales.
11. Con el mismo fin, también se recomienda la creación de una jurisdicción especial para dirimir los conflictos entre particulares que al llegar a una instancia judicial requieran de un conocimiento especial que rebasa el puramente jurídico. Además, es necesario realizar tareas de difusión y capacitación dirigidas especialmente al sector judicial, a los organismos fiscalizadores y a los propios funcionarios públicos que laboran en el sistema regulatorio.

12. Con respecto a la integración del mercado, se ha establecido que las tres bolsas trabajan en esa dirección a través de diversas actividades como la sistematización por lo cual es de esperar que la integración se produzca en un plazo razonable. Sin embargo, si llegado este término la integración no se produce, se deben tomar las medidas estatales necesarias con tal fin, para que, entre otros aspectos, las transacciones de ciertos valores puedan realizarse en todas las bolsas, se consoliden los depósitos de valores y se avance en la integración de la compensación bursátil con el sistema de pagos.
13. De otra parte, es indispensable completar la arquitectura de las bolsas con la autorización y especificación de nuevos tipos de agentes como los “especialistas”. Para ello se requiere determinar no solo sus facultades sino también sus obligaciones operacionales, también es necesario distinguir el comisionista puro (broker) del especialista (broker-dealer).
14. Lo anterior, requiere adecuar las reglamentaciones sobre transacciones, para adecuarlas a los nuevos agentes. También convendría revisar si convienen algunas tipificaciones en las firmas, para que las autorizaciones conlleven obligaciones que conduzcan al desarrollo del mercado. Las firmas con autorizaciones amplias y que realicen tareas como las de los “especialistas” también deben ser sujetas en ese terreno a las mismas obligaciones, inspección, vigilancia y control.
15. En cuanto a los requisitos de capital, es recomendable:
- Aplicar criterios de determinación del capital mínimo en función de las diferencias existentes entre las diferentes actividades que pueden realizar los diversos intermediarios del mercado, considerando los riesgos particulares que cada una implica.
 - Elevar el capital mínimo⁶⁸, dado que tiene una importante incidencia sobre los requerimientos de patrimonio técnico, mediante un plan gradual anunciado, que ofrezca flexibilidad según el alcance de las operaciones de los comisionista y que sea precedido por un régimen de transición escalonado y viable.
 - Mantener el actual sistema de competencias para la determinación del capital mínimo requiriéndose de una Ley para su modificación, ya que asegura estabilidad regulatoria.

⁶⁸ Algunos miembros del Consejo de la Misión no comparten esta recomendación.

- Asimismo, es deseable reducir la complejidad de las reglas que limitan las operaciones de acuerdo con el patrimonio técnico y considerar la posibilidad de establecer los requisitos de capital para operaciones que conlleven riesgo de desequilibrio entre activos y pasivos.

16. En relación con los grupos financieros se recomienda complementar el esquema actual de regulación consolidada con medidas para aislar algunas filiales reguladas como las bursátiles y las aseguradoras. Igualmente se requiere equilibrar la regulación consolidada financiera para que sea integral y no orientada a la de filiales “off-shore” y proseguir la armonización de los estándares de valoración aplicables a todo tipo de entidades, para tener medidas comunes de capital y reducir el arbitraje regulatorio. También falta definir mejor y hacer cumplir las reglas especiales para las transacciones intragrupo. La supervisión de grupos requiere fortalecer la coordinación regulatoria en este sentido.

BIBLIOGRAFIA

Asociación Bancaria de Colombia. *El Sector Financiero: estructura, desarrollo y perspectivas*. Segunda edición, 1982, Previlll Editores.

Caballero Argáez, C., editor. *Macroeconomía, mercado de capitales y negocio financiero*. Asociación Bancaria de Colombia. 1989.

Botero, J.; Naranjo, V.; Vallejo, J.; et al. *Grandes Temas del Derecho Constitucional Colombiano*. Primera Edición, 1994. Ed. Diké, Bogotá, Colombia.

Cifuentes Muñoz, E.; Ortiz Gutierrez, J.; Martinez, A.; et al. *Nuevas Corrientes del Derecho Constitucional Colombiano*. Primera Edición, 1994. Ed. Diké, Bogotá, Colombia.

Lleras de la Fuente, C; Arenas Campos C.; Charry Juan Manuel. et al. *Interpretación y Génesis de la Constitución de Colombia*. 1992, Departamento de Publicaciones Cámara de Comercio de Bogotá, Editorial Carrera 7a, Bogotá, Colombia.

Martínez Neira, N.H. *Sistemas Financieros. Fundamentos Jurídicos y Económicos para la iniciación de su estudio en América Latina*. 1994. Biblioteca Felaban. Bogotá, Colombia.

Palacios Mejia, Hugo. *La Economía en el Derecho Constitucional Colombiano*. Volúmen I y II. Biblioteca ANIF de Economía.

Pinzón Jorge, Carrillo Fernando. *Sector Financiero y Delincuencia Económica*. 1985. Ed. Temis. Bogotá, Colombia.

Restrepo Salazar, Juan C. *Sociedad Anónima y Reforma Financiera*. Comisión Nacional de Valores. 1984. Bogotá, Colombia.

Sáchica, Luis Carlos. *Nuevo Constitucionalismo Colombiano*. Undécima Edición, 1994, Ed. Temis, Bogotá, Colombia.

Sarria Eustorgio y Sarria Mauricio. *Derecho Administrativo Colombiano. General y Especial*. 9a Edición, 1984, Colección Pequeño Foro. Bogotá, Colombia.

Sociedades Comerciales. *Desestímulos a la Inversión, Régimen Legal, Información Contable, Inversión Extranjera*. Biblioteca de la Cámara de Comercio de Bogotá No 18. 1986. Bogotá, Colombia.

Vidal Perdomo, Jaime. *Derecho Administrativo*. Novena edición, 1987, Ed. Temis. Bogotá, Colombia

Younes Moreno, Diego, *Derecho Constitucional Colombiano*. Segunda Edición, 1995. Ed. Jurídicas Gustavo Ibáñez, Bogotá, Colombia



FEDESARROLLO

FUNDACION PARA LA EDUCACION SUPERIOR Y EL DESARROLLO

FEDESARROLLO es una entidad colombiana, sin ánimo de lucro dedicada a promover el adelanto científico y cultural y la educación superior, orientándolos hacia el desarrollo económico y social del país.

Para el cumplimiento de sus objetivos, adelantará directamente o con la colaboración de universidades y centros académicos, proyectos de investigación sobre problemas de interés nacional.

Entre los temas de investigación que han sido considerados de alta prioridad están la planeación económica y social, el diseño de una política industrial para Colombia, las implicaciones del crecimiento demográfico, el proceso de integración latinoamericana, el desarrollo urbano y la formulación de una política petrolera para el país.

FEDESARROLLO se propone además crear una conciencia dentro de la comunidad acerca de la necesidad de apoyar a las Universidades colombianas con el fin de elevar su nivel académico y permitirles desempeñar el papel que les corresponde en la modernización de nuestra sociedad.