

# EL AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES: INSTRUMENTO PARA LA PROFUNDIZACIÓN E INTEGRIDAD DEL MERCADO DE ACTIVOS FINANCIEROS\*

*Omar Alfonso Ochoa Maldonado\*\**

## RESUMEN

En la actual coyuntura histórica signada por una profunda y compleja crisis internacional, cobra especial relevancia la revisión académica de los postulados de la economía clásica que propugnaban por el menor grado de regulación en los mercados, bajo el entendido de que dicho intervencionismo genera ineficiencias y distorsiones en el seno de los mismos, los cuales estaban llamados a generar su propia dinámica de crecimiento y equilibrio. Dicho postulado a la luz de las realidades globales es objeto de sesudos cuestionamientos, frente a lo cual nos interesa en este trabajo analizar desde una perspectiva crítica la figura de la autorregulación en el mercado de valores, apelando para ello a las herramientas propias del análisis económico del Derecho, para una vez estudiado su alcance en el caso colombiano, bajo el tamiz del marco normativo vigente, determinar la racionalidad de la funcionalidad de la figura bajo estudio y los retos que debe asumir ese mecanismo para convertirse en motor que impulse eficientemente el desarrollo del mercado de capitales en el país.

## PALABRAS CLAVE

Mercado de valores, supervisión estatal, autorregulación, Derecho económico, análisis económico del Derecho, policía administrativa, activos financieros, Derecho comparado, crisis financiera.

## ABSTRACT

In the current historical situation marked by a deep and complex international crisis is particularly relevant academic review of the postulates of classical economics propounded by the lower degrees of regulation in the markets, with the understanding that the intervention generates inefficiencies and distortions within them, which were called upon to generate their own dynamics of growth and balance. The assumption in the light of global realities is the subject of brainy questions, against which we are interested in this work to analyze from a critical perspective, the figure of self-regulation in the stock market, calling for it to tools

---

Fecha de recepción del artículo: 5 de octubre de 2011.

Fecha de aprobación del artículo: 19 de diciembre de 2011.

\* El presente artículo es producción académica de la investigación para optar al título de magíster en Derecho Económico en la Pontificia Universidad Javeriana.

\*\* Abogado con grado de Honor, de la Universidad Nacional de Colombia; especialista en Gestión Pública e Instituciones Administrativas, Universidad de los Andes; en Derecho Constitucional, Universidad Nacional de Colombia y en Derecho Privado Económico, Universidad Nacional de Colombia. Estudios en Filosofía, Pensamiento Político y Económico, Universidad Santo Tomás; candidato a magíster en Derecho Económico, Pontificia Universidad Javeriana. Docente Ocasional, Facultad de Derecho, Ciencias Políticas y Sociales, Universidad Nacional de Colombia. Actual Jefe de Control Interno, Superintendencia de Servicios Públicos Domiciliarios. Correo electrónico: oaochoam@unal.edu.co

own economic analysis of law, for once studying its reach in the case of Colombia, under the sieve of the existing framework, to determine the reasonableness of the functionality of the set under study and the challenges to be solved by this mechanism to become motor efficiently boost capital market development in the country.

### KEY WORDS

Market values, supervision, self-regulation, economic law, law and economics, administrative police, financial assets, comparative law, financial crisis.

### INTRODUCCIÓN

El capitalismo como modelo económico sustentado en la obtención máxima de ganancias y su apropiación por los agentes privados, ha generado históricamente la necesidad de corregir las fallas de mercado que subyacen al modelo, para lo cual se apela al accionar del Estado, el cual, desde los postulados keynesianos, con su incidencia en la demanda o en la oferta permite corregir las fallas que por sí mismo el sistema de transacción no puede subsanar. Siguiendo ese derrotero, el postulado de la economía clásica según el cual los mercados que tienen información perfecta y ausencia de intervención estatal son capaces de autocontrolarse, se encuentra seriamente cuestionado en épocas como las actuales caracterizadas por una crisis de escala global.

En ese contexto, el presente trabajo pretende analizar desde la perspectiva iuseconómica la funcionalidad del autorregulador del mercado de valores en el país, como instancia que a raíz del marco normativo contenido en la ley del mercado de valores, en la actualidad ocupa un papel relevante dentro del esquema de supervisión y control en el seno del mercado no intermediado.

Como la perspectiva de estudio parte de la ciencia económica, será necesario determinar si el costo de implementación, sostenimiento y desarrollo de esta figura es menor que las ganancias y beneficios que para el mercado de valores en su conjunto puede generar a nivel reputacional y de profundización del mismo, caso en el cual su existencia se justificaría en términos de Kaldor y Hicks (1939).

Igualmente, es preciso determinar si con la figura del autocontrol en el mercado de valores se reducen

efectivamente los costos de transacción del proceso de supervisión de una actividad que por mandato constitucional es catalogada como de interés público (art. 35, C.P.) y de esa forma se logra optimizar la utilización del recurso humano, financiero y físico en ese cometido. La existencia de la figura del autorregulador, la cual parte del supuesto de la existencia de controles creados en el interior del mismo mercado, es un plausible factor que coadyuva a su profundización.

En ese orden de ideas, será necesario efectuar una referencia obligada a la actual crisis de los mercados financieros a nivel global y analizar el papel que los organismos autorreguladores tuvieron dentro de la multicausalidad que originó el colapso, toda vez que la experiencia histórica nos brinda elementos objetivos que arrojan luces sobre el porvenir de los mecanismos autorreguladores y los ajustes impostergables que hay que introducirles para garantizar su sostenibilidad, no solamente desde una perspectiva eficientista a corto plazo, sino con miras a un desarrollo integral y de largo aliento del incipiente mercado de valores colombiano.

Es en el referenciado contexto en el que resulta de interés preguntarse: ¿El autorregulador del mercado de valores en su carácter de persona jurídica privada y gremial se constituye en un instrumento eficiente para coadyuvar junto con el Estado en la supervisión de las conductas indebidas en el mercado de activos financieros en el país? Al respecto, es pertinente anotar que la figura del autorregulador del mercado de valores robustecida por las funciones asignadas en la Ley 964 de 2005, se ha constituido en un elemento de vital importancia para propugnar por un mercado de valores eficiente e integro, en

razón del ejercicio de sus funciones de supervisión y disciplina, sobre los profesionales y agentes que interactúan cotidianamente en el seno del mercado bursátil y extrabursátil.

## 1. ANTECEDENTES Y RECUENTO HISTÓRICO DE LA FIGURA

Lejos de lo que pudiera pensarse *ex ante*, la autorregulación del mercado de valores ha sido una institución de vieja data en nuestro ordenamiento, toda vez que sus orígenes se remontan a los mismos de la existencia de la actividad bursátil en el país. Su origen es eminentemente privado y contractual, las primeras manifestaciones del fenómeno autorregulatorio se plasmaron en los estatutos de la Bolsa de Valores de Bogotá creada en 1928<sup>1</sup>, en los cuales se consignó la competencia de la Bolsa para expedir reglamentos a los cuales deberían supeditarse sus miembros y la posibilidad de sancionar correctivamente a los que desconocieran el contenido de los mismos.

A pesar de la aparente longevidad de este mecanismo de autocontrol, ha cobrado una inusitada relevancia a raíz del marco normativo contenido en la Ley 964 de 2005 (Ley marco y de intervención en el mercado de valores) y sus desarrollos reglamentarios, los cuales le han asignado una serie de competencias que hacen que hoy día el autorregulador se erija en supervisor de primera línea en materia de conductas contrarias al mercado de activos financieros, según el memorando de entendimiento<sup>2</sup> suscrito entre la Superintendencia Financiera y el organismo autorregulador del mercado, ente de carácter privado y gremial.

Nótese cómo la existencia de la autorregulación en sus orígenes no pasa por el tamiz del intervencionismo del Estado, toda vez que se trata de normas creadas por integrantes del mismo mercado, para su acatamiento imperativo, so pena de la adopción

de medidas de talante correctivo de naturaleza privada. Como lo advierte la doctrina, “Una definición sencilla y genérica de la autorregulación no sería otra cosa que los mecanismos mediante los cuales los agentes de cualquier negocio o industria se ponen de acuerdo en unas reglas de juego, cuyo incumplimiento tiene repercusiones de distinta índole y en donde no interviene el Estado.” (Rosillo, 2007, p. 17).

Solamente a partir de 1960 la normatividad oficial del Estado reconoce a través de la expedición del Decreto 2969 de ese mismo año, la existencia de la figura en comento, al consignar expresamente como funciones de las bolsas de valores la expedición de reglamentos de funcionamiento y las facultades disciplinarias frente a sus miembros por la vulneración de los mismos.

El avance de la figura *sub examine* empieza a evidenciar grandes ventajas para los participantes en el mercado de valores, por cuanto las disposiciones que se expiden tienen un mayor grado de aceptación, en la medida en que no se trata de una imposición de un tercero (el Estado) sino que es fruto del consenso gremial expresado por los mismos integrantes del mercado, que en últimas conocen con mayor competencia técnica las realidades y desafíos del mismo. Pero a la vez surgen serias inquietudes frente al riesgo más evidente de este mecanismo de autocontrol, la posible configuración de “conflictos de interés”, entendidos como diferentes alternativas de conducta respecto a las cuales no es posible privilegiar unas frente a otras, so pena de quebrantar algún mandato normativo o alguna obligación de naturaleza contractual.

Para mitigar la posible ocurrencia de este tipo de conflictos que son nocivos para un mercado transparente, el cual se sustenta en el baluarte de la libre circulación de información en condiciones de simetría como condición *sine qua non* para su funcionamiento, se consagra en la Ley 27 de 1990 como una medida de gobierno corporativo, la obligación de incorporar miembros independientes ajenos a la industria, en los organismos fiscalizadores de las bolsas, de tal suerte que se propenda por la neutralidad y objetividad en las decisiones que se adopten en su interior, de carácter sancionatorio.

<sup>1</sup> La Bolsa de Valores de Bogotá fue creada estatutariamente en 1928 y entró en operación en 1929.

<sup>2</sup> Memorando de Entendimiento, suscrito entre la Superintendencia Financiera de Colombia y la Corporación Autorregulador del Mercado de Valores, 9 de noviembre de 2007, p. 3.

Posteriormente, el Decreto 2016 de 1992 refuerza las competencias de las bolsas frente a sus miembros, al diferirles la facultad de velar por la idoneidad de los representantes legales de las sociedades comisionistas de bolsa, a la sazón las únicas que tenían acceso directo a las bolsas de valores, creando así una facultad que otrora estaba relegada exclusivamente al organismo estatal de control (Comisión Nacional de Valores, después Superintendencia de Valores).

La Ley 510 de 1999 introduce la posibilidad de que las bolsas organicen centros de conciliación y arbitramento para dirimir las controversias que surjan entre los miembros de las mismas, circunstancia que milita a favor de robustecer la figura en comento. Hasta ahora huelga señalar que no solamente la estructuración del moderno mecanismo de la autorregulación se centró en la expedición de un marco normativo que paulatinamente reconocía mayor nivel de injerencia de los organismos internos de fiscalización de las bolsas en el ejercicio de la función de reglamentación y sanción de la actividad de valores, también la jurisprudencia coadyuvó en ese sentido por conducto de la expedición de fallos que clarificaron el papel que cumplían los organismos autorreguladores en el interior de las bolsas, frente al accionar del Estado como supervisor de la actividad bursátil por mandato constitucional (art. 189, numeral 25, Constitución Política).

En ese sentido, se expidieron una serie de fallos<sup>3</sup> que coincidieron en señalar que el ejercicio de las facultades sancionatorias que el ordenamiento les reconocía a las bolsas, se circunscribía al ámbito privado y no tenían la virtualidad de trascender al escenario de lo público, el cual se encontraba asignado exclusivamente a las autoridades administrativas; de allí que en casos concretos fuera procedente que tanto la bolsa como la Superintendencia de Valores sancionaran una misma conducta, cada una dentro de los ámbitos de su competencia, sin desconocer por ese hecho la garantía constitucional del *non bis in idem*, por cuanto se trata del ejercicio de facultades sustancialmente diferentes, unas de

carácter estrictamente privado y gremial y otras que surgen del interés general inmerso en el ejercicio de la actividad bursátil a cargo del Estado.

En el contexto latinoamericano (Angarita, 2007), salvo las Bolsas de Perú y Brasil, no existe un desarrollo de un mecanismo de autorregulación bursátil con el alcance del colombiano, el cual es prolijo no solamente en la concesión de funciones, sino en el grado de autonomía que reconoce a las decisiones del organismo autorregulador.

Hoy día la autorregulación es una modalidad de la regulación de los mercados de activos financieros que tiene la ventaja de la proximidad a los agentes, la flexibilidad en sus procedimientos privados en comparación con las competencias públicas y regladas, lo cual genera una reducción sustancial en los costes de supervisión tal como analizara en el acápite respectivo.

No obstante, su protagonismo en el caso colombiano debe enfocarse hacia la generación de las condiciones necesarias para contar con una estructura corporativa, eficiente y que auspicie la libre competencia en el mercado, para lo cual es menester delinear con claridad sus contornos y establecer mecanismos de coordinación estrechos con el supervisor estatal.

## 2. ALCANCE DE LAS FUNCIONES DE LA AUTORREGULACIÓN DEL MERCADO EN LA ACTUALIDAD

Siguiendo los derroteros que hemos trazado en el numeral anterior, en los albores de la expedición de la Ley de intervención del Estado en la actividad bursátil se fusionaron las tres bolsas de valores existentes en el país (Bogotá, Medellín y Occidente) dando origen a la actual Bolsa de Valores de Colombia, S.A. En cuanto al tema que nos convoca, en 2004, adoptando políticas de gobierno corporativo, se crea la rectoría del mercado en el interior de la Bolsa como una estructura que no dependía de la presidencia sino que le reportaba directamente al Consejo Directivo, lo cual le brindaba un mayor nivel de autonomía en la adopción de decisiones de carácter sancionatorio. Dicha instancia fue el germen de lo que hoy es la Corporación Autorregulador del Mercado de Valores.

<sup>3</sup> Tribunal Superior de Bogotá, Sala Civil, Sentencia de Tutela del 17 de julio de 1997 y Corte Suprema de Justicia, Sala Civil, Sentencia del 29 de agosto de 1997.



En 2005 se expide la Ley 964 que contiene disposiciones propias de ley marco (art. 150, Numeral 19, Literal d. de la Constitución Política) y adicionalmente preceptos de intervención (art. 335, C.P.) En lo referente a la materia que nos corresponde, esta normatividad elevó a rango legal las funciones a cargo de los organismos autorreguladores e impuso la obligación para todos los agentes del mercado de que previo a intervenir en el mismo, como intermediarios de valores, obtuvieran la membresía de un organismo de esa naturaleza reconocido por el Estado. Dicha ley permitió que accedieran a los mercados organizados de las bolsas no solamente las sociedades comisionistas de bolsa como prístinamente se había hecho, sino que por el contrario, permitió la intervención directa de los establecimientos de crédito, las sociedades fiduciarias, las compañías aseguradoras, las sociedades administradoras de fondos de pensiones y de cesantías, los cuales se sumaban a los comisionistas de bolsa que en esa forma perdieron su monopolio en el acceso a la bolsa.

En ese panorama, la actividad de autorregulación se reconoce como propia del mercado de valores y por ende, sujeta a vigilancia estatal, indicándose que solamente las bolsas de valores o las agropecuarias y de otros *commodities*, las sociedades administradoras de sistemas de negociación, las asociaciones de profesionales o gremios y los organismos constituidos para tal fin, pudieran actuar como autorreguladores del mercado.

La norma clarifica las funciones a cargo del autorregulador, esto es, la expedición de reglamentos relativos a la intermediación en el mercado, la supervisión de los agentes y profesionales del mercado y la disciplinaria que consiste en la imposición de sanciones que pueden ir desde una simple amonestación hasta la expulsión del mercado, pasando por suspensiones temporales y la imposición de sanciones de carácter pecuniario.

El actual autorregulador ejerce funciones desde julio de 2006, es una persona jurídica de carácter privado independiente de la Bolsa de Valores, cuyo único objetivo es cumplir con las funciones previamente descritas frente a los intervinientes en el mercado de valores. Sus miembros son los llamados intermediarios de valores, toda una categoría que aglutina

a casi la totalidad del sector financiero, entidades que actúan en los mercados en cuenta propia o a nombre de sus clientes.

La Corte Constitucional ya tuvo la oportunidad de pronunciarse sobre la figura bajo estudio, señalando con nitidez que se trata de una actividad estrictamente privada que en modo alguno implica transferencia de funciones públicas a un particular, toda vez que actúa en el plano del Derecho privado en forma independiente al Estado, así en la práctica tenga asignadas competencias similares con relación a la corrección y disciplina de los participantes en los mercados de activos financieros. Sobre el particular, es ilustrativo traer a colación la *ratio* de la sentencia en comento:

*“En consecuencia, quien es titular de la función pública de inspección, vigilancia y control sobre la actividad bursátil, a la luz de la Ley 964 de 2005, es la Superintendencia Financiera de Colombia, en representación del Gobierno Nacional. Frente al mecanismo de autorregulación previsto en la citada ley no hay delegación, ni tampoco duplicidad de funciones, pues unos y otros transitan por senderos jurídicos sustancialmente distintos. La actividad que desarrolla la Superintendencia Financiera responde al cumplimiento de una función pública definida directamente en la Constitución y la ley, mientras que la labor desarrollada por el ente autorregulador se desenvuelve en el escenario del derecho privado, aunque dentro del marco del ordenamiento jurídico, por tratarse de una actividad de interés público. De esa manera, resulta irrelevante que el autorregulador proceda de uno u otro modo respecto de alguno de los agentes sometidos a su competencia, pues, en todo caso, la Superintendencia Financiera está habilitada para ejercer su función pública respecto del mismo sujeto o asunto, sin que se comprometa el principio de non bis in idem, ya que se trata de competencias distintas que operan en escenarios diferentes. La primera en el ámbito del derecho privado, la segunda en el campo del derecho público.”* (Corte Constitucional, Sala Plena, Sentencia C-692 de 2007, magistrado ponente: Dr. Rodrigo Escobar Gil, p. 45).

Como se aprecia, es clara la naturaleza privada del autorregulador, cuya existencia no es óbice para el

pleno ejercicio de las funciones de supervisión que le competen al Estado frente al mercado de valores.

Desarrollos reglamentarios posteriores de la ley del mercado de valores (964 de 2005), como el Decreto 1221 de 2008, le otorgan competencia al Autorregulador –en adelante, AMV- sobre las entidades públicas que participen directamente en los sistemas de negociación del mercado de valores, de tal suerte que en lo sucesivo, un particular podrá disciplinar la conducta de un servidor público en el seno del mercado, a los cuales se les hacen extensivas las obligaciones de los demás profesionales como las atinentes al proceso de certificación. Igualmente, el citado Decreto 39 de 2009 le confiere la posibilidad al AMV de expedir reglamentos sobre temáticas de autorregulación voluntaria, sin control previo por parte del Estado, autonomía que se justifica en la medida en que se trata de actividades diferentes a la intermediación de valores. La anterior situación contiene una excepción a los principios internacionales IOSCO<sup>4</sup>, los cuales fijan pautas para los supervisores del mercado de valores a nivel internacional, dentro de las cuales se destaca que todo ente autorregulador debe estar sujeto a vigilancia estatal y que una vez el autorregulador esté ejerciendo sus actividades, el regulador debe asegurarse de que el ejercicio del mismo atienda el interés general.

### 3. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA FIGURA DEL AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES

#### 3.1 Los costos de transacción y las instituciones

Para el caso que nos ocupa, la institución que debemos analizar es el autorregulador del mercado de valores, a la cual el artículo 25 y s.s. de la ley del Mercado de Valores le ha asignado las funciones: normativa, de supervisión y disciplinaria, frente a los intermediarios de valores y a las personas naturales vinculadas a los mismos que tengan relación con la actividad de intermediación. Como

hemos señalado, el AMV es una persona jurídica de Derecho privado, conformada por los mismos miembros y actores del mercado de valores y desde sus orígenes sus atribuciones han sido complementarias y no sustitutivas de las funciones de policía administrativa a cargo del Estado por conducto de la Superintendencia Financiera.

Como ya hemos indicado, la definición de autorregulación está vinculada con la capacidad y tendencia cada vez más secular de los individuos a regular su propia conducta. Desde la perspectiva jurídica, se identifica como:

*“la institución que se refiere a un modelo regulatorio en que una organización representativa de un grupo humano (una asociación profesional por ejemplo) desarrolla un sistema de reglas cuyo cumplimiento supervisa e impone coactivamente a sus miembros o, más raramente a un grupo humano más amplio.”* (Cuenca Miranda, 2002, p. 123).

Partiendo de esos supuestos conceptuales, adentrémonos en el análisis económico de la figura en cuestión, a luz de los elementos que nos brinda el análisis económico del Derecho (AED).

Refiriéndonos específicamente a los costos de transacción, los mismos se definen como *“los costos implícitos en el ordenamiento de la actividad económica, mediante el intercambio voluntario”* (Posner, 2007, p. 131), es decir, se trata del costo de funcionamiento de una actividad o sistema económico. Dicho costo es necesario no solamente para garantizar la funcionalidad de las instituciones, sino más importante aún, para el obediencia a las reglas preestablecidas.

La lógica de todo proceso económico nos dice que su objetivo palmario es maximizar las utilidades y minimizar los costos que ello demanda, sujetos a una restricción presupuestal y tecnológica. En el caso particular del mercado de valores, su función esencial es la canalización de recursos de sectores superavitarios a sectores que demandan recursos para el impulso de procesos productivos y de inversión (emisores de valores) a un costo muy inferior al resultante de acudir al mercado de crédito bancario tradicional con el mismo fin. En la exposición de

<sup>4</sup> Citado en el Concepto rendido por la Procuraduría General de la Nación dentro del Expediente D-6572 de 2007 surtido ante la Corte Constitucional, p. 14.

motivos del Proyecto de Ley 33 de 2004, Cámara - 234 Senado que culminaría con la expedición de la ley de mercado de valores (964 de 2005), se hacía evidente ese objetivo al afirmarse: “*el mercado de valores debe ser el canal complementario a la financiación bancaria*” (Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Exposición de Motivos, Proyecto de Ley 33 de 2004, Cámara - 234 Senado, 2004). Igualmente, los inversionistas procuran el mayor retorno posible de su inversión, para lo cual adoptan decisiones racionales con base en información que debe ser pública y oportuna sobre el comportamiento del mercado en su conjunto.

Frente a lo anterior, surge la inquietud de ¿para qué se requiere un organismo autorregulador dentro de la estructura del mercado de valores? Para atender ese interrogante es pertinente señalar que según los postulados económicos básicos, en ausencia de costos de transacción no se requeriría instituciones que como las de supervisión, públicas o privadas, velaran por la transparencia y estabilidad de los mercados. En efecto, según el óptimo paretiano, en su punto de equilibrio, no sería necesaria la intervención gubernamental, la cual se consideraría como un elemento nocivo para el normal funcionamiento de un esquema que *per se* con los adecuados incentivos asigna eficientemente los recursos y genera una situación de equilibrio competitivo que en materia de las teorías del bienestar se conoce como el “*first best*”<sup>5</sup>.

El anterior panorama no es aplicable al caso del mercado de valores, por varias razones. En primer lugar, en consideración a que se trata de una actividad catalogada como de interés público por mandato constitucional, en razón del manejo habitual de recursos captados del público inversionista, lo que de suyo limita la autonomía de los agentes profesionales que administran recursos de terceros y obliga al intervencionismo del Estado, en aras de salvaguardar ese “interés general”, incito en el ejercicio de la actividad bursátil.

<sup>5</sup> En torno a este concepto y su alcance en la economía del bienestar, se recomienda la lectura de Braeutigam “Optimal policies for natural monopolies”, en Chapter 23, *Handbook of Industrial Organization*, Volume II, Northwestern University, R. Schmalensee and R.D. Willig, 1989, pp. 1290 – 1343.

Desde la perspectiva económica, se justifica ese nivel de intervencionismo para la corrección de las fallas del mercado presentes en este tipo de actividad económica, especialmente lo relacionado con el flujo de información en condiciones de simetría hacia todos los partícipes, así como en lo relacionado con el desequilibrio contractual evidente entre potenciales inversionistas y profesionales del mercado conocedores a fondo del mismo. Otra falencia evidente que se debe corregir vía intervención pública es la propensión en mercados oligopolios como el nuestro, a restringir la libre competencia entre agentes que redundan en bienestar hacia el consumidor final, en este caso hacia el cliente inversionista.

En este punto, habría que acotar desde la racionalidad económica que ese intervencionismo se justifica, siempre y cuando los costos del mismo no sean mayores que el costo que se deriva de la materialización de las citadas fallas de mercado. Según el test de Spulber (1989), frente al tema de regulación exógena de los mercados, en primer lugar hay que establecer con claridad las fallas del mercado, entendidas como imperfecciones del modelo competitivo que suelen ser ajenas a las conductas de algunos agentes participantes y dependen de otros, lo cual presupone para su superación o una negociación entre las partes involucradas o la intervención de un tercero en calidad de árbitro regulador.

En segunda instancia se requiere la implementación de un mecanismo de intervención para la corrección de la falla identificada y, por último, evaluar si los beneficios obtenidos con esa intervención son mayores que los costos asociados a su implementación en el seno de un mercado. Solamente cumpliendo esos tres supuestos metodológicos sería procedente acudir al mecanismos de intervención regulatoria.

Sin embargo, hasta ahora hemos hecho referencia al intervencionismo del Estado pero no hemos atendido el interrogante planteado frente a la figura del autorregulador privado. Para el efecto, es preciso considerar que una de las formas de reducir los costos de transacción inherentes a la función de supervisión del Estado sobre el mercado de valores es la institucionalización de la figura del AMV, siempre y cuando la misma le garantice una menor frecuencia en su accionar con el consecencial

ahorro de recursos públicos y una simplificación de los procesos a su cargo aprovechando la infraestructura tecnológica que con mayor propiedad puede manejar el mismo mercado y no el Estado.

Allí radica en nuestro sentir la *ratio* de esta figura, precisamente en minimizar los costos de supervisión del Estado, por un lado, y generar dinámicas que terminen reduciendo los costos de los intervinientes en el mercado de valores (agentes, profesionales, emisores e inversionistas), ahorros que se vean traducidos en mayores rentabilidades al inversor o en mayor capital de trabajo productivo para el empresario emisor, lo cual sin lugar a dudas redundará en ganancia social.

En ese punto, es relevante hacer referencia a los costos de implementar esta figura del AMV, por un lado, lo que implica destinar un capital fundacional proveniente de los miembros intermediarios y el pago de una membresía que solvente toda la infraestructura física y humana que demanda poner en funcionamiento la institución y, por el otro, el pago periódico de una contribución pecuniaria de sostenimiento que también deben sufragar sus miembros. Este primer elemento implica para el intermediario una carga adicional a la ya existente en materia del pago de una contribución también obligatoria al supervisor estatal para su funcionamiento, lo cual *prima facie* implicaría una ineficiencia en la utilización de unos recursos que se podrían canalizar hacia la generación de valor y que por el contrario, en el esquema reseñado se deben pagar a dos entidades; una pública y otra privada que a la postre van a cumplir con el mismo cometido, supervisar el mercado.

Sobre este aspecto habría que acotar también que la creación de este tipo de mecanismos autogestionarios, aparte del objetivo de reducir costos de transacción en lo referente a la supervisión estatal, está imbuida de objetivos macro de carácter estratégico que también son valiosos y que serían básicamente la prevención de posibles crisis financieras que causaran esas sí, pérdidas irrecuperables y daños estructurales al esquema de mercado. Desde esa perspectiva, el costo que pagan los signatarios del organismo autorregulador estaría compensado con la disminución cuantificable de la configuración de un riesgo sistémico.

Así las cosas, la reducción de los costos de transacción en el funcionamiento de la institucionalidad de supervisión debe tener como norte orientador, como se anotó antes, el ensanchamiento del mercado de capitales como mecanismo complementario al bancario que permita con el menor costo posible, transferir recursos a las empresas y unidades de explotación económica destinados a financiar procesos productivos.

### 3.2 La eficiencia del sistema de supervisión autorregulado

Como hemos indicado, una eficaz supervisión sobre el mercado de valores acarrea como corolario la óptima canalización de recursos a las unidades productivas que generan riqueza social; de lo contrario, una supervisión débil o fragmentada es el caldo de cultivo ideal para que pululen prácticas no competitivas, abuso de posiciones de dominio, indisciplina en el cumplimiento de las normas respecto de una actividad que por esencia es reglada. Lo anterior tiene su explicación en la misma ciencia económica, la cual predica que agentes privados sin regulación ni supervisión buscarán la maximización de su propio beneficio en desarrollo de conductas racionales que persiguen por antonomasia incrementar los retornos individuales.

El costo social de la implementación de esta figura va aparejado de la mano con el modelo de supervisión que se adopte. Si se trata de una vigilancia *ex post*, muy seguramente los resultados no van a ser los esperados, por cuanto limitarse a imponer sanciones sobre hechos ya consumados puede tener algún efecto disuasorio respecto a algún segmento del mercado, pero en razón de la actual estructura de imposición y graduación de multas, siempre existirá el incentivo perverso a violar la norma, asumiendo el riesgo de una eventual impunidad de la conducta, por la imposibilidad material de la detección de todas las infracciones y, en últimas, por el pago de una suma que muchas veces es sustancialmente inferior al monto del beneficio obtenido.

Nuestro mercado de valores se encuentra aún en proceso de desarrollo y consolidación; no por ello debe ser ajeno a las lecciones aprendidas de la crisis internacional, toda vez que relegar la responsabili-



dad supervisora integral al autorregulador es desconocer que esa fue una de las causas eficientes del colapso financiero global. Sin embargo, una actuación articulada del supervisor estatal y el privado puede optimizar los recursos disponibles públicos y privados, siempre y cuando no exista duplicidad en su accionar, con lo cual se torna en ineficiente la utilización de los recursos y se generan cargas hacia los vigilados que terminan generando un costo de transacción mayor que el que puede ocasionar la falla del mercado que se pretende controlar con el esquema supervisor.

El análisis costo / beneficio de la implementación de la figura nos debe llevar a obtener resultados verificables en materia de protección al inversionista no profesional y reducción de los arbitrajes regulatorios en el interior del mercado. En ese orden, el marco actual si bien le permite al AMV expedir reglamentos para regular la actividad de intermediación en el mercado bursátil y en el mercado mostrador u OTC, los mismos no pueden entrar a regir hasta tanto el Estado por conducto de la Superintendencia Financiera no imparta su respectiva aprobación. Flaco favor se le hace a esta figura con la expedición de decretos como el 38 de 2009, el cual permite la expedición de reglamentos sobre ciertas materias no sujetas a autorregulación obligatoria, sin control del Estado, lo cual en la práctica puede generar antinomias y arbitrajes respecto a actividades que terminan siendo reguladas doblemente y con un alto riesgo de contenidos contradictorios, con el costo de aplicación que ello implicaría para el mercado en su conjunto.

En términos de eficiencia, la normativa debe ser suficientemente clara para facilitar su aplicación por parte de los destinatarios; este tipo de iniciativas emancipadoras de la actividad del AMV, a la postre lo que generan es una mayor carga sobre los intervinientes al verse abocados al cumplimiento de normativas disímiles entre sí y con el potencial riesgo de sanción que pende sobre su desconocimiento.

Uno de los elementos que denotan mayor eficiencia en materia del AMV es el cobro de la contribución de sostenimiento, la cual se calcula sobre el número de operaciones del intermediario en el mercado, mientras que la Superintendencia Financiera lo hace

sobre el valor de los activos y patrimonio, metodología también pregonable de los costos de inscripción en el registro público SIMEV. A lo anterior hay que sumarle los valores que las entidades vigiladas tienen que pagar por concepto de estructuras internas propias del gobierno corporativo, tales como defensor del cliente, contralor normativo en el caso de las comisionistas de bolsa, comité de auditoría y todo el esquema de control interno que deben implementar para dar cabal cumplimiento al sistema de administración de riesgo operativo SARO.

Como se aprecia, los costos para la industria no son de poca monta; de allí la exigencia para que esos recursos que se sacrifican de actividades productivas que puedan generar riqueza social en manos del emisor o del inversionista, se utilicen eficientemente en el funcionamiento de un esquema de supervisión comprensiva, preventiva y eficaz en el momento de adoptar correctivos sobre desviaciones de los agentes del mercado, de lo contrario lo que habremos hecho es crear una burocracia privada alterna que reincide en los vicios del funcionamiento paquidérmico del andamiaje estatal, sobre una auténtica supervisión y en el peor de los casos, estaremos elevando los costos de transacción del sistema sin una compensación clara por la generación de esa pérdida social.

¿Como aprovechar entonces la figura del autorregulador para maximizar la utilidad social? Estimamos que los objetivos de proteger al inversionista, generar una cultura del control preventivo y sancionar oportunamente las conductas contrarias al mercado deben ser los referentes de forzosa observancia tanto por parte del supervisor estatal como del privado.

Ahora bien, es natural que los gremios tienen la propensión al favorecimiento de sus intereses, por tanto no es eficiente dejarle al autorregulador la responsabilidad para el manejo de ciertas temáticas de las cuales se desentiende el Estado, como ha ocurrido en la práctica con la suscripción de un memorando de entendimiento que bajo un “entendimiento” errado de optimización de recursos, ha dejado al Estado en un segundo plano en materia de supervisión y ha relegado la función correctiva sobre conductas contrarias al AMV, craso error no solamente por los cuestionamientos de orden

constitucional y legal a esa “distribución de competencias”, sino por los efectos que se derivarían del desentendimiento estatal frente a la supervisión de las conductas contrarias al mercado (uso indebido de información privilegiada, abusos de mercado, indebida asesoría a clientes, difusión de informaciones falsa y engañosas, etc.); valga recordar cómo quedaron al descubierto los esquemas de autorregulación en el caso Enron, más recientemente en el caso de las sociedades calificadoras de riesgo y las bancas de inversión en EE.UU.

Es más, la experiencia internacional demuestra cómo incluso Inglaterra que se referenciaba otrora como el paraíso de la autorregulación, el modelo se ha modificado desde los años ochentas sustancialmente, otorgándole mayor competencia al regulador público sobre el particular, sin marchitar una figura que genera externalidades positivas con su accionar en el entorno, pero siempre con sujeción al Estado.

En ese orden de ideas, lo eficiente desde la perspectiva económica es desarrollar auténticos canales de coordinación entre ambos supervisores para aprovechar recíprocamente sus ventajas comparativas. Por ejemplo, el Estado puede aprovechar la creación de economías de la información que enriquezcan el proceso supervisor a su cargo usando como insumo la capacidad tecnológica del autorregulador, que es mayor que la de la Superintendencia Financiera.

Igualmente, la coordinación de esfuerzos puede generar sinergias que nutran los procesos supervisores a un menor costo para el Estado, teniendo la claridad que si bien conceptualmente ambos persiguen los mismos objetivos, el AMV es un organismo gremial, mientras que la Superintendencia Financiera encarna el interés general, de allí que no pueda graciosamente desprenderse sin reato alguno de responsabilidades transfiriéndolas en cabeza del AMV, aduciendo para el efecto una supuesta optimización de recursos, por cuanto los exigüos ahorros del presente no serán comparables con las pérdidas que ocasionaría la materialización de un riesgo sistémico o, peor aún, la pérdida de credibilidad en un mercado cuyo activo principal es la confianza para crecer y atraer más negocios.

#### 4. VENTAJAS Y ASPECTOS POR OPTIMIZAR DE LA AUTORREGULACIÓN

Como se ha delineado, esta figura transita por los extremos de considerar que cualquier forma de regulación estatal es rechazada por las vertientes que consideran que la forma más eficiente de asignación de recursos económicos es el mismo mercado. En la otra esquina están quienes conscientes de las fallas del mercado, exigen el necesario intervencionismo estatal como agente neutral que puede corregir las causas y morigerar las externalidades negativas que se generan de ese fenómeno.

En un punto intermedio nos situamos quienes creemos que el mecanismo autorregulador es valioso y tiene ventajas comparativas fácilmente verificables frente al Estado, pero debe acompañarse con el accionar público en aras de salvaguardar la protección de la libertad del mercado e incrementar la competencia en el seno del mismo, así como salvaguardar los intereses de los inversionistas no profesionales.

##### 4.1 Ventajas comparativas

En términos de costes de transacción, hemos señalado que efectivamente el autorregulador tiene un conocimiento más cercano que el Estado frente a la realidad del mercado que se pretende regular y sus necesidades. En efecto, son los operadores los que en forma más técnica perciben la realidad de los mercados y sus tendencias; desde esa perspectiva, sería más eficiente que la regulación surgiera de su seno y no desde el Estado ajeno a la praxis cotidiana de los mercados bursátiles sofisticados.

Igualmente, el otro elemento que milita a favor de esta figura es la flexibilidad de sus actuaciones frente al anquilosado y kafkiano andamiaje estatal, en razón precisamente del carácter particular que reviste la figura en estudio. Esa flexibilidad redundaría en reducción de costes, por la simplicidad de sus trámites y procedimientos de supervisión y sanción con mayor celeridad. Dicha flexibilidad es también pregonable de la expedición de normas y cambios de las mismas de acuerdo con las realidades del mercado, facilidad con que no cuenta en forma tan expedita el Estado.

Es indudable que el organismo autorregulador tiene un mayor conocimiento técnico del mercado y sus particularidades que el mismo Estado que es ajeno al día a día de las transacciones y en consecuencia, se reducen los costes de información para efectos de la expedición de normas. Otra ventaja inherente al esquema es el mayor nivel de aceptación por parte de los destinatarios de las normas que se expidan, por cuanto es el mismo sector autoimponiéndose la regulación respectiva.

Desde la hacienda pública se podría aducir que mientras el presupuesto de la Superintendencia Financiera es oficial y hace parte del presupuesto general de la Nación, el AMV es un privado financiado por particulares, lo cual le brinda mayor margen de maniobra en materia de ejecución presupuestal que la que tiene el Estado frente a los recursos públicos. Hasta aquí hemos enunciado las ventajas comparativas de la figura *sub examine*, ahora ponderémoslas con sus falencias más notorias.

#### 4.2 Aspectos por optimizar en materia de autorregulación

Se aduce la falta de legitimidad de unos gremios que no ha elegido nadie diferente a ellos mismos, para arrogarse un poder de regulación y corrección del mismo mercado en que son partícipes. Ello lleva a visiones corporativas y de clase del instrumento que no encarna el interés general sino el interés sectorial de un grupo conformado por individuos racionales desde la perspectiva económica que buscan maximizar su utilidad optimizando sus retornos individuales.

La anterior crítica se sintetiza en un anatema: conflictos de interés que desdibujan la transparencia del mercado. El conflicto de interés implica verse abocado frente a varias alternativas de conducta, las cuales no se pueden privilegiar sin afectar las otras, para lo cual debe crearse la restricción normativa como un incentivo para abstenerse de actuar y declarar el conflicto en salvaguarda de la integridad del mercado.

En ese punto, se justifica que el regulador sea un agente y el destinatario otro para garantizar el correcto funcionamiento del mercado y su fiabilidad. Sobre el particular la doctrina autorizada señala:

*“La autorregulación implica otorgar competencias regulativas a entidades que serán destinatarias de las normas, dictadas en virtud de las facultades conferidas. Por esta razón existe el peligro de que los poderes de autorregulación conferidos a los mercados se utilicen en el interés propio de sus miembros –los intermediarios– en detrimento del interés público.”* (Castilla: 2001, p. 109).

El otro factor que funge en contra de esta figura es su naturaleza anticompetitiva, lo cual se refleja en constituirse en obstáculo para el ingreso de nuevos competidores, por un lado (ausencia de mercados contestables), y por el otro, en limitar la competencia en materia de precios y servicios, riesgo más evidente en contextos que como el nuestro denotan la existencia de un mercado oligopólico, en el cual pocos conglomerados conforman la totalidad del sistema bursátil. Sobre ese particular, se ha señalado por parte de la doctrina autorizada en la materia:

*“El declive de la autorregulación está muy conectado con sus debilidades. Una de las debilidades más importantes de la autorregulación es que puede conducir a la colusión y a conductas anticompetitivas. Otra es la posibilidad de ‘regulatory capture’ lo que envuelve su control por quienes no están interesados en el interés público. Los procesos de autorregulación podrían ser muy cerrados con escasa participación de otros interesados y escasa rendición de cuentas con los mecanismos normales del proceso democrático. También sería una desventaja que no todos los miembros del sector se sujetaran al esquema de autorregulación y el público no esté consciente de esto. La autorregulación también es concebida como ‘soft’ e incapaz de conseguir los objetivos.”* (Tadeo, 2009, p. 18).

Se colige entonces del anterior aserto que uno de los desafíos de mayor envergadura para el AMV es desarrollar los mecanismos de blindaje a través de mecanismos de gobierno corporativo, para evitar la materialización del riesgo conocido como “captura del regulador”<sup>6</sup>, en virtud del cual los grupos de

<sup>6</sup> Esta temática se desarrolla con profundidad en el artículo de Becker Gary S. “Teoría de la competencia entre grupos de presión para la influencia política”, *Quarterly Journal of Economics*, No. 98, Oxford, 1983, pp. 371-400.

interés y presión tienen un nivel de incidencia tal en el organismo técnico encargado de regular un mercado que su independencia se ve seriamente menguada, lo cual le impide ejercer con neutralidad, objetividad y eficiencia su objetivo misional.

Hilvanando las anteriores críticas, los conflictos de interés van de la mano con el carácter anticompetitivo que puede revestir la figura, por cuanto entre ambas falencias existe una relación inescindible que hace proclive la figura a estructurar mercados no competitivos; recuérdese que a nivel social, la competencia maximiza la creación de riqueza. Con acierto se ha señalado sobre ese particular que:

*“El conflicto de intereses tiende a exacerbarse cuando la competencia disminuye. Así, cuando un mercado alcanza una posición privilegiada se crean al menos dos importantes incentivos perversos. i) la tentación de desviarse de sus propias reglas, creando una diferencia entre las reglas publicitadas y las efectivas; ii) la tentación de los miembros a actuar como carteles, disminuyendo la competencia en beneficio de sus miembros.”* (Lefort, 2005, p. 16).

Otro ejemplo paradigmático de las deficiencias en la autorregulación lo constituye el caso de las sociedades calificadoras de riesgos<sup>7</sup>, las cuales no solamente califican los productos e instrumentos financieros, sino que también participan en la propia estructuración de los productos, resaltando adicionalmente que las entidades contratan sus servicios para ambos fines, lo cual le resta independencia y objetividad a la evaluación que se adelanta por parte de estas entidades, actualmente cuestionadas como responsables en parte de la crisis *sub prime* al mantener calificaciones a los instrumentos derivados que no se compadecían con la realidad de la valoración de los mismos en materia de riesgo de mercado y solvencia del subyacente.

Fieles a la tradición clásica, las mismas reglas del mercado que se dicen promover son el talón

<sup>7</sup> Sobre el particular es pertinente la consulta del artículo de Pedro Calvo “La autorregulación no ha funcionado con las agencias de calificación”, *El Economista.es*, 23 de marzo de 2009, disponible en: <http://www.economista.es/mercados-cotizaciones>.

de Aquiles de la figura en cuestión: la búsqueda incesante de beneficios y la maximización de las utilidades, demostrarían que los organismos autorreguladores están orientados por intereses estrictamente gremiales que van en contravía con el interés público incito en la actividad bursátil.

### 4.3 ¿Es posible una tercera vía?

Tratando de conciliar posiciones aparentemente antagónicas, y sin el ánimo de inducir soluciones eclécticas, es posible ponderar por un lado las evidentes ventajas que para el esquema supervisor en su conjunto tiene la figura del autorregulador, como garantía en la reducción de costes de información y de gestión procedimental, lo cual debe ir acompañado necesariamente del control estatal sobre sus actuaciones y la coordinación entre supervisores.

El otro tema central desde la óptica económica es la creación de los incentivos adecuados que posibiliten que el organismo autorregulador ejerza sus funciones en condiciones de objetividad, neutralidad y transparencia. Varios trabajos académicos han demostrado que no existen tales incentivos.

*“(...) en ese contexto, la pregunta fundamental analizada fue si las OAs poseen los incentivos adecuados y suficientes para llevar a cabo sus funciones fiscalizadoras satisfactoriamente, y bajo qué condiciones. A este respecto el mensaje central de este artículo es pesimista: En una amplia gama de circunstancias y casos analizados, los OAs no poseen los incentivos adecuados ni para fiscalizar el fraude al interior de los OA, ni para exponer al público evidencia del fraude entre sus filas. Como consecuencia de esto, el nivel de fraude y negligencia al interior de las OAs resulta ser elevado.”* (Nuñez, 2005, p. 23).

El Estado debe mantener el monopolio sobre la creación normativa, aprobando previamente los reglamentos que expida el autorregulador para sus miembros en forma vinculante. Igualmente, el AMV es una instancia más del mercado y en esa medida también está sujeta a vigilancia y control; no es una rueda suelta que pueda actuar impunemente, sino por el contrario, la supervisión estatal se hace extensiva a su funcionalidad.



Como el riesgo macro de la figura es la configuración de conflictos de interés, esa falla de mercado debe ser corregida por el Estado, exigiendo la adopción de códigos de conducta con contenidos mínimos previamente señalados por el Estado, así como la exigencia de una participación cada vez más creciente de miembros independientes a la industria en los organismos decisorios del autorregulador (Consejo Directivo y Tribunal Disciplinario).

La promoción de la competencia debe ser una prerrogativa que se reserve el Estado para evitar la colusión gremial frente a prácticas anticompetitivas que termina perjudicando al inversionista y la calidad del servicio que éste recibe.

Frente a los agentes autorregulados quisiera hacer referencia al Teorema de Coase, para señalar que el Estado debe propiciar el marco normativo preciso y general que permita la definición con claridad y asignación de los derechos individuales y de esa forma brindar el espacio suficiente para en ausencia de costes de transacción, propiciar la creación de consensos entre agentes fruto de la negociación que permita, frente a conflictos particulares, alcanzar un resultado eficiente para las partes. Frente a este tipo de acuerdos, la función del Estado sería la de brindar el espacio adecuado para su concertación y *a posteriori* asegurar incluso coactivamente el cumplimiento de los compromisos adquiridos en el respectivo acuerdo contractual fruto de un proceso dialéctico de negociación no intervenida.

#### **A TÍTULO DE CONCLUSIÓN: RETOS DE LA AUTORREGULACIÓN E INTERVENCIONISMO DEL ESTADO**

Sin pretender desconocer los aportes significativos que la figura de la autorregulación aparejan para profundizar, profesionalizar y desarrollar los mercados de valores, es necesario con ánimo constructivo efectuar una crítica puntual a ciertos aspectos de la manera como en la práctica se ha implementado este mecanismo en el país y los riesgos que se asumen si se sigue por la misma vía.

A pesar de la claridad conceptual que arrojan tanto la ley del mercado como la sentencia de constitucionalidad señalada en precedencia, en la praxis

por virtud del Memorando de Entendimiento suscrito entre la Superintendencia Financiera y el Autorregulador, que en principio se concibió como un instrumento de coordinación de esfuerzos entre ambas instancias, en ciertas materias se ha remplazado el accionar del Estado por el de un particular, circunstancia que repugna al espíritu constitucional de la intervención del Estado en la economía, especialmente en las actividades catalogadas como de interés público que implican captación masiva y habitual de recursos del público.

En efecto, dejando deliberadamente de lado la discusión jurídica en torno a la naturaleza y validez jurídica de un memorando de entendimiento (*gentleman's agreement*) suscrito por parte de una entidad pública que ejerce una función de carácter irrenunciable, en el texto del mismo se asevera que el autorregulador es el supervisor de primera línea en materia de conductas de mercado y que en consecuencia es esa instancia a la que le corresponde sancionar aquellas actuaciones individuales de agentes o profesionales que contraríen los sanos usos y prácticas y los abusos de mercado (v. gr., uso de información privilegiada) que se presenten en el mercado organizado y en el extrabursátil OTC (*Over the Counter*), relegando el accionar del Estado solamente al riesgo sistémico y a la regulación prudencial de los operadores del mercado.

Frente a ese particular, es pertinente señalar, como lo advierte con acierto Posner, que "*los mercados de capital son competitivos, y los mercados competitivos generan información acerca de los productos vendidos*" (Posner, 2007, p. 700), lo cual obliga a una especial preocupación por las eventuales asimetrías que se presenten en el mercado de valores, las cuales se deben corregir a través de los instrumentos de intervención del Estado a un costo menor que el de la falla que se pretende corregir, en aras de la eficiencia y racionalidad económica.

Los miembros del autorregulador representados en sus instancias directivas y decisorias (Tribunal disciplinario, salas de decisión y de revisión), son elegidos por los mismos intermediarios por conducto de los gremios más relevantes: Asobancaria, Asofiduciarias, Asofondos, Asobursátil, Fasecolda, etc., lo cual conduciría a una lectura según la cual

los mismos potenciales infractores inciden decisivamente en su propia vigilancia y a la vez ejercen una posición dominante en los diferentes mercados y frente a sus clientes, por cuyos intereses debe velar por antonomasia el Estado, no sus mismas contrapartes contractuales como en la práctica se derivaría de una eventual asunción de funciones preponderantes en cabeza del AMV frente al Estado.

Sobre el particular se advierte en un estudio reciente:

*“Por el contrario, el costo de no contar con intervención estatal podría verse reflejado en el precio que se pagaría por las fallas del mercado que no son corregidas, caso en el cual los agentes actuarían con oportunismo, buscando la maximización de su propio beneficio, en el desarrollo de conductas racionales que persiguen la maximización de sus retornos individuales.”* (Blanco, 2008, p. 77).

Desde el punto de vista de la racionalidad de los mercados, la experiencia internacional reciente ha demostrado en forma fehaciente cómo los esquemas de autorregulación puros en los cuales el Estado se margina de su labor de supervisión, han generado engendros como los instrumentos especulativos cuyos activos subyacentes eran irreales o estaban sobredimensionados (hipotecas *sub prime*), situación que no advirtió el Estado oportunamente por estar más preocupado por el funcionamiento autónomo y más eficiente del mercado, con las consecuencias que a nivel global estamos padeciendo.

Así las cosas, la alternativa para tener un Autorregulador eficiente y que se erija en motor del desarrollo de los mercados es que ambas instancias supervisoras, la pública y la privada, actúen frente al mercado en condiciones de coordinación y no de preponderancia de una sobre la otra.

La figura del autorregulador del mercado se ha justificado históricamente ante la necesidad de contar con instrumentos de corrección y disciplina en el seno de los mercados organizados, por cuanto tiene evidentes ventajas en cuanto a conocimiento de las realidades del mercado, capacidad técnica y mayor nivel de aceptación por parte de los destinatarios de la reglamentación. Igualmente, cuanto mayor sea el grado de controles endógenos o exógenos que

tengan unos agentes y profesionales que manejan recursos captados del público, mayor confianza existe en el mercado; en consecuencia, más atractivas se vuelven las inversiones, profundizando el mercado desintermediado y posicionándolo como una alternativa de financiamiento para el sector real más eficiente que el tradicional crédito bancario.

No obstante las bondades esbozadas, esa situación no puede implicar anular el accionar supervisor del Estado, el cual en términos roussonianos encarna la voluntad general, en razón de lo cual debe velar por los intereses de los inversionistas no calificados, la seguridad en las transacciones y el equilibrio en el crecimiento exponencial de ciertos negocios altamente rentables a corto plazo pero devastadores a nivel estructural.

El Estado entonces debe velar porque se cumpla con el propósito central sin distorsiones del mercado de valores, consistente en *“la transferencia sistemática de fondos por parte de agentes económicos (unidades familiares, empresas) que disponen de liquidez excedente, hacia aquellos otros agentes económicos necesitados de fondos para materializar sus proyectos de inversión”* (Ibáñez, 2001, p. 59), no para especular con la certeza de que no existe una supervisión efectiva que represente el interés de los inversionistas y sea garante de la viabilidad y sostenibilidad del mercado de valores como alternativa de desarrollo y prosperidad.

En ese orden, tanto el supervisor estatal como el privado pueden aunar esfuerzos en procura de alcanzar un mercado íntegro, transparente y responsable frente al estamento inversor, sin que se advierta una preponderancia de una instancia sobre otra, por cuanto cada una transita por senderos jurídicos sustancialmente diferentes y, lo más importante, su accionar está inspirado en el interés gremial en el caso del autorregulador, frente al interés público que encarna el Estado en ejercicio de sus funciones de policía administrativa, en cuyo ejercicio se convierte en *“la voz de los sin voz”*, máxime en mercados tan sofisticados como el bursátil que aún no están al acceso y comprensión del ciudadano del común.

La crisis que en la actualidad padecemos enseña mucho, en particular nos deja como legado que las

crisis financieras son resultado de la ausencia de regulación efectiva o de la presencia de organismo de control con falencias que hacen que su labor sea famélica y deficiente. En ese contexto, hacia futuro los sistemas económicos más eficientes serán aquellos que aseguren un funcionamiento ordenado del mercado con información simétrica hacia sus partícipes que permita cuantificar los riesgos inherentes a la actividad financiera, pero siempre bajo un control estatal efectivo y fuerte, consecuentes con la tendencia global en el sentido de robustecer la regulación, aspecto en el cual el AMV puede aportar elementos de gran valía para el desarrollo de instrumentos rentables pero con una adecuada administración del riesgo.

Es necesario reconocer una realidad tozuda en el sentido de que la autorregulación del mercado pura y simple quedó aniquilada con la crisis global del sector financiero y la desastrosa gestión basada en la infalible racionalidad interna del mercado. En efecto: *“Los mitos de la autorregulación de los mercados y del estado minimalista han quedado sepultados bajo los escombros de la crisis financiera”*. (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), agosto de 2009).<sup>8</sup>

En ese contexto, el Estado no puede marginarse de la activa participación en la regulación y supervisión del mercado de activos financieros y debe ser la antípoda de un mecanismo que es eficiente dentro de los contornos de la coordinación armónica de funciones; es pertinente recordar que en EE.UU y el Reino Unido, paradigmas de la autorregulación, aprovechando una evidente ausencia de regulación y control de los gobiernos, muchas entidades asumieron riesgos exagerados que les generaron a los estructuradores de esos sofisticados instrumentos una rentabilidad inmediata muy relevante, al costo de la quiebra a mediano plazo de las instituciones financieras, las cuales, como históricamente ha ocurrido, son asumidas por el erario público.

Otro tema de especial importancia, que cobra vigencia en la actual coyuntura, es lo relacionado

con los proyectos de integración de la Bolsa de Colombia con la de Perú y Santiago de Chile, aspecto que consideramos de vital importancia para la internacionalización del mercado y para brindarle la apertura que requiere el mercado doméstico a otros contextos, lo que sin duda redundará en más negocios y crecimiento del sector bursátil.

No obstante, ese proceso debe acompañarse de una metodología especial de supervisión que garantice la integridad de un mercado interconectado y al cual le serían aplicables diferentes normatividades. En ese contexto, lo importante no es solamente avanzar en la integración, sino a la par diseñar estrategias tendientes a fortalecer la supervisión en el plano regional y el intercambio de información entre los diferentes supervisores privados y públicos. Con acierto se señala que:

*“no parece viable, o por lo menos no de forma responsable, caminar hacia una integración de los mercados de valores, si no se logran primero mecanismos legales eficientes y eficaces, para que los reguladores puedan intercambiar información sobre los temas de su competencia y sobre las personas sujetas a su regulación y supervisión”* (Dueñas, 2009, p. 1).

De lo anterior se colige que el proceso de integración regional de los mercados es un desafío de primer orden para el esquema de supervisión, y en especial para el desarrollo del mecanismo autorregulador.

El otro elemento a considerar desde el análisis económico es la necesidad de crear los incentivos adecuados para que la figura del autorregulador cumpla su función como coadyuvante de la supervisión estatal, no simplemente reconociéndole una serie de prerrogativas a nivel normativo, sino brindando los espacios necesarios para que el mercado sea más atractivo y genere más negocios, a medida que el riesgo reputacional se minimiza, por cuanto, como lo señala Posner, *“el mundo del derecho ha reconocido que el campo jurídico como disciplina autónoma, murió por necesidad propia”* (Vásquez, 2000, p. 201). No se puede pretender entonces que el simple cambio normativo tenga la virtualidad de generar esos incentivos, los cuales deben surgir del contexto macroeconómico, especialmente de la política fiscal y monetaria, así como desde el mismo

<sup>8</sup> Comunicado de prensa disponible en <http://www.unctad.org/templates/webflyer.asp.do>, [2011, marzo 8].

mercado que premie al más eficiente en un marco de competencia perfecta; al menos ése debe ser el *telos* que persiga la figura en comento.

Desde el punto de vista conceptual, en materia de los teoremas de la economía del bienestar, el “*first best*” es entendido como una situación ideal inalcanzable en el contexto de un esquema de competencia perfecta autorregulada; así las cosas, es preciso a través de figuras como el AMV propender por la materialización del “*second best*” que presupone un nivel de intervención regulatorio en el mercado, como mejor alternativa realista, ámbito en el cual es axial el papel que como regulador privado debe cumplir el AMV.

Así las cosas, en términos de eficiencia y generación de riqueza social, lo más conveniente es una mixtura de funciones entre el Estado y el autorregulador, sin desplazamientos a favor de uno u otro, preservando las facultades de intervención que en estas materias debe tener el Estado en su calidad de agente garante de la estabilidad del mercado y de los intereses de los inversionistas y profundizando a la vez las facultades del AMV, como instancia llamada a promocionar el mercado, prevenir la configuración de conductas contrarias al mismo y corregir las disfuncionalidades que en esa materia se configuren por parte de los intermediarios, lo cual eleva la credibilidad en el mercado, activo de gran valía para atraer más inversionistas y elevar el número de emisores. Un mercado eficientemente supervisado en esos términos es garantía para que por fin el mercado de valores se erija en una alternativa viable de financiamiento del sector empresarial inversor que, en últimas, es el llamado a liderar el crecimiento económico del país.

## REFERENCIAS

ANGARITA, M. (2006). *Consulta Ecuador. Esquemas de Autorregulación Bancaria*, Quito: Documento FELABAN.

BECKER, S. (1983). “Teoría de la competencia entre grupos de presión para la influencia política”, Oxford: *Quarterly Journal of Economics*, No. 98, pp. 371-400.

<sup>9</sup> Sobre este aspecto se reitera la pertinencia del estudio de Braeutigam, *Op. cit.*

BRAEUTIGAM, R. (1989). “Optimal policies for natural monopolies”, Chapter 23,

*Handbook of Industrial Organization*, Vol. II, Northwestern University, Schmalensee and R.D. Willig, pp. 1290–1343,

BLANCO, C. (2008). “El nuevo esquema de control del mercado financiero – La Superintendencia Financiera de Colombia - Comentarios desde lo económico”, *Revista de Derecho y Economía Contexto*, No. 24, pp. 73-93, Bogotá: Universidad Externado de Colombia.

CALVO, P. (2009). *La autorregulación no ha funcionado con las agencias de calificación*, [en línea], *El Economista.es*, disponible en: <http://www.economista.es/mercados-cotizaciones>. [2009, 23 de marzo].

CASTILLA, M. (2001). *Regulación y competencia en los mercados de valores*, Madrid: Editorial Civitas.

CORTE CONSTITUCIONAL, SALA PLENA. Sentencia C-692 de 2007, magistrado ponente: Dr. Rodrigo Escobar Gil, disponible en: <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20071127175010.pdf> [2011, 10 de marzo].

CUENCA, J. M. (2002). “*Autorregulación y mercados financieros*”, *Revista Sistema Financiero, Novedades y Tendencias*, Bogotá, Colombia, No. 801, pp. 123-144

DUEÑAS, L. (2009). *Mercados de valores integrados. Un esquema de autorregulación para un mercado regional*, [en línea], *Capitates.com*, disponible en: <http://blogs.capitates.com/blog-regional>. [2011, 7 de marzo].

IBÁÑEZ, J. (2001). *La contratación en el mercado de valores*, Barcelona: Jurídicas y Sociales S.A.

LEFORT, F. (2005). “*Aspectos generales de la autorregulación del mercado de valores y su aplicación al mercado de capitales chileno*”, documento de trabajo No. 7, julio, Santiago: Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones.

Superintendencia Financiera de Colombia y Corporación Autorregulador del Mercado

de Valores (2007). *Memorando de entendimiento*, 9 de noviembre, Bogotá: AMV y SFC.



MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO (2004). *Exposición de Motivos. Proyecto de Ley 33 de 2004* Cámara - 234 Senado. Bogotá: MHCP.

NACIONES UNIDAS. Conferencia sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), agosto de 2009, <http://www.unctad.org/templates/webflyer.asp.do>, [2011, Marzo 8].

NORTH, D. (1990). *Instituciones, cambio institucional y desempeño económico*, México: Fondo de Cultura Económica.

NÚÑEZ, J. (2005). *La autorregulación como concepto regulatorio*, Santiago de Chile: Departamento de Economía, Universidad de Chile.

POSNER, A. (2007). *El análisis económico del Derecho*, México: Fondo de Cultura Económica.

ROSILLO, M. (2007). *Doctrina de Autorregulación del Mercado de Valores en Colombia 2001–2006*, Bogotá: Corporación Autorregulador del Mercado de Valores y Bolsa de Valores de Colombia.

SPULBER, D. (1989). *Regulations and markets*, The MIT, Massachusetts: Press Cambridge.

TADEO, M. (2007). “Autorregulación en la práctica angloamericana del Derecho de los negocios” [en línea], *Aldea Global, Derecho, educación, negocios en la Sociedad Global*, disponible en: <http://es.scribd.com/doc/2530881>. [2011, 8 de febrero].

VÁZQUEZ, R. (2000). “Comentarios sobre algunos supuestos filosóficos del análisis económico del Derecho”, en: *Derecho y Economía: Una revisión de la literatura*, Andrés Roemer (compil.), México: Fondo de Cultura Económica.