

# Concepto, alcance y estructura de la autorregulación en el mercado de valores colombiano\*

MAXIMILIANO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ\*\*

*Esperen, el mercado no siempre tiene la razón.*

PAUL KRUGMAN, premio Nobel de Economía 2008.

*Keep a shotgun, so to speak, behind the door, loaded, well oiled, cleaned,  
ready for use but with the hope it would never have to be used.*

WILLIAM O. DOUGLAS al referirse al rol que debía/debe cumplir la SEC<sup>1</sup>.

*The one piece of advice which I would offer to any country reviewing its regulatory  
structure, is that it should ask very carefully whether the self-regulatory mechanisms  
in place are sufficiently robust to be left alone? Is there a genuine community of interest,  
on which robust self-regulation can be built? Are there appropriate sanctions which  
can be used to punish miscreants? Does the system retain the confidence of those  
whom it is intended to protect? Where the answers to these questions are no,  
then it is time to consider putting a statutory framework in place.*

HOWARD DAVIES, exdirector de la FSA.

\* Fecha de recepción: 25 de agosto de 2014. Fecha de aceptación: 4 de diciembre de 2014.  
Para citar el artículo: RODRÍGUEZ, M. "Concepto, alcance y estructura de la autorregulación en el mercado de valores colombiano", en *Revist@ E-Mercatoria*, vol. 13, n.º 2, julio-diciembre, 2014, pp. 29-96.

\*\* Abogado y especialista en Derecho Financiero y Bursátil de la Universidad Externado de Colombia. Maestría en Derecho Comercial Internacional de la Universidad de Londres, Queen Mary College. Doctorando en Derecho de la Universidad Externado de Colombia y docente investigador del Departamento de Derecho Comercial de esta Universidad. Correo-e: max.rodriguez@uexternado.edu.co.

<sup>1</sup> WILLIAM O. DOUGLAS, *Democracy and Finance* (New Haven, CT: Yale University Press, 1940), 82.

## RESUMEN

El texto presenta una introducción al concepto de autorregulación, particularmente en la forma en que este se ha desarrollado en el mercado de valores colombiano a partir de la Ley 964 de 2005, su contenido, alcance, marco regulatorio y las instituciones que en Colombia han desarrollado este esquema de regulación de la industria.

## PALABRAS CLAVE

Autorregulación, mercado público de valores, Ley 964 de 2005, Autorregulador del Mercado de Valores.

## ABSTRACT

The article presents and introduction to the concept of self regulation, its development in the Colombian stocks markets as in the Law 964 of 2005, its regulatory framework and the industry's institutions that have adopted self-regulation systems.

## KEYWORDS=

Selfregulation, stocks markets, Law 964 of 2005.

## 1. INTRODUCCIÓN

En las últimas décadas, en muy buena medida como resultado de los principios neoliberales imperantes, se ha venido forjando la idea de que la mejor forma de permitir que los mercados funcionen adecuadamente es autorizando a que ellos mismos creen sus propias normas y se encarguen de su cumplimiento, a la par que se ha considerado que una menor o nula intervención del Estado facilita la promoción y desarrollo efectivo de ciertos sectores de la economía. En ese contexto, conceptos como el de regulación, autorregulación, corregulación o desregulación<sup>2</sup> se han convertido en temas centrales de discusión por parte de académicos, practicantes, gobiernos y gremios del sector financiero.

- 2 Desregulación es el *proceso* por el cual se limitan, suprimen o eliminan algunos estándares normativos o regulaciones específicas a un determinado sector económico, en nuestro caso el financiero, con el propósito de permitir un desarrollo o evolución mucho más flexible que aquel que se presenta en un entorno regulado. Habrá que señalar que es un proceso que puede hacer parte de una política de liberalización del sector económico en comento, dentro de la cual se incluyen otros procesos o medidas. FRANCISCO VENEGAS MARTÍNEZ,

El mercado público de valores no ha sido ajeno a esta realidad y es allí donde el concepto de autorregulación, como uno de los ejes fundamentales del funcionamiento del mismo mercado, ha ganado importancia y se ha convertido en uno de los modelos regulatorios adoptados en diversos ordenamientos. Esa realidad se presenta en Colombia, donde a partir de la promulgación de la Ley 964 de 2005 la autorregulación se implementó como el modelo regulatorio prevalente para ese mercado<sup>3</sup>.

Con el presente documento pretendemos introducir entonces al lector al concepto de autorregulación, particularmente en la forma en que el mismo se ha desarrollado en el mercado de valores, su contenido, alcance, marco regulatorio y las instituciones que en Colombia han desarrollado este esquema de regulación de la industria.

## 2. ALCANCE DEL CONCEPTO AUTORREGULACIÓN

Para iniciar nuestro estudio debemos entonces primero determinar el significado y alcance del concepto *autorregulación*<sup>4</sup> y su relación con las normas que establecen los derechos y obligaciones de todas aquellas personas e instituciones, públicas y privadas, que se dedican al manejo y aprovechamiento de los recursos del público, y particularmente de los que realizan, como lo señala el artículo 3.º de la Ley 964 de 2005, actividades del mercado de valores.

En lo que se refiere a la regulación del mercado de valores, deberemos señalar que esta debe ser entendida como el conjunto de normas que se encargan de regular la interacción y las relaciones que surgen o existen entre todas las personas que negocian valores o suministran la tecnología o infraestructura necesaria para dichas operaciones, así como las relaciones que surgen entre el Estado y los participantes de dichos mercados. Normas que tienen como único propósito proteger el interés público a través de la protección de la integridad del mercado (mercado justo, eficiente y transparente), la preservación

MIGUEL ÁNGEL TINOCO ZERMEÑO, VÍCTOR HUGO TORRES PRECIADO, "Desregulación financiera, desarrollo del sistema financiero y crecimiento económico en México: efectos de largo plazo y causalidad", *Estudios Económicos*, vol. 24, n.º 2, julio-diciembre, 2009, 249-268.

3 Modelo que no era ajeno del todo a nuestro país antes de la expedición de dicha norma, pero que solamente a partir de la misma ha tomado gran relevancia.

4 "In a broad sense, the concept of self-regulation dates back to the medieval guilds, which had their origins in religious fraternities. Over time, these religious fraternities evolved into associations of the professional and merchant classes with certain privileges and powers granted them by the town authorities. In return, guild members owed obedience to the town authorities who had granted to them their privileges and powers. Because of the position bestowed upon them in the community, the guilds developed rules and regulations not only to protect their members but also to establish standards of workmanship". JOHN LALOR (ed.), *Cyclopædia of Political Science, Political Economy, and the Political History of the United States by the Best American and European Writers* (New York: Maynard, Merrill, and Company, 1899): [[www.econlib.org/library/YPDBooks/Lalor/IIcY519.html](http://www.econlib.org/library/YPDBooks/Lalor/IIcY519.html)].

de la integridad financiera (evitar o reducir el riesgo sistémico) y proteger a los inversionistas<sup>5</sup>.

Esas normas, como se ha revelado en la actualidad, provienen esencialmente de dos fuentes:

1. Las normas imperativas de obligatorio cumplimiento que provienen del Estado, ya sea por incorporación de las mismas en el texto constitucional, ya sea por la promulgación de leyes marco que desarrollan el mandato o los preceptos constitucionales, ya sea por la expedición de reglamentación expedida por el gobierno nacional que desarrolla tanto el precepto constitucional como las leyes marco promulgadas por el congreso;

2. Las normas emanadas de la industria misma en desarrollo del mandato legal que les otorga la capacidad de crear sus propias normas, velar por su cumplimiento y sancionar a los integrantes de la industria que no las acatan, como se observa en el caso colombiano, donde ya desde 1928 los participantes del mercado vienen creando su propio marco normativo. Lo anterior, siguiendo siempre el mandato y marco constitucional y legal que establecen los principios a los que está sujeto el mercado. En el caso colombiano serían las normas que emite el autorregulador del mercado de valores y las bolsas de valores en uso de las facultades, y dentro del marco normativo, que se les han otorgado con motivo de la Ley 964 de 2005.

En lo que se refiere al concepto de autorregulación, tal y como lo señalan PRICE y VERHULST, el problema inicial que encontramos es que no existe una única definición de "autorregulación" que satisfaga a todos<sup>6</sup>. Esto se presenta en buena medida porque el concepto mismo ha evolucionado bajo diferentes circunstancias, razones y países. Así, ROB BAGGOTT, en un artículo publicado en 1989<sup>7</sup>, definió la autorregulación como "un acuerdo institucional según el cual una organización (privada) regula el comportamiento de sus miembros"; la esencia de la autorregulación, para el autor, será una gobernabilidad o administración colectiva. Más adelante, en 1996, JULIA BLACK especificó que el término "autorregulación" era usado para describir la regulación y disciplina de la conducta por uno mismo, es la situación en que "un grupo de personas u

5 "Anything short of these goals jeopardizes the foundations upon which a securities system Rests". Report of the SRO Consultative Committee of the International Organization of Securities Commissions (mayo 2000).

6 M. E. PRICE y S. G. VERHULST, "In search of the self: charting the course of self-regulation on the Internet in a global environment", en C. MARSDEN, *Regulating the global information society*, 2000, 58. Ver también J. R. SHACKLETON, "UK privatisation – US deregulation", en *Politics*, 1985, October, 8-16; F. CAFAGGI, *Reframing self-regulation in European Private Law*, 2006. Ver también F. CAFAGGI, "Crisi della statualità, pluralismo e modelli di autoregolamentazione", en *Politica del diritto*, n.º 4, 2001, 543-585.

7 R. BAGGOTT, "Regulatory reform in Britain: the changing face of self-regulation", en *Public Administration* 67, 1989, 438.

organizaciones, de manera conjunta, ejecutan funciones de regulación respecto de sus propias actividades y de todas las de aquellos que aceptan su autoridad"<sup>8</sup>.

Más adelante la autorregulación ha sido entendida como la regulación de las conductas y desarrollo de las organizaciones por las mismas organizaciones<sup>9</sup>. Un concepto que implica que las reglas son creadas por la industria misma, la conducta de sus miembros es supervisada o vigilada por la industria misma y las normas son impuestas también por la industria misma<sup>10</sup>. Es, como se ha definido en el ámbito europeo, "la posibilidad que tienen los operadores económicos, los asociados, las organizaciones o asociaciones no gubernamentales de adoptar entre ellos mismos y para ellos mismos unas reglas de conducta comunes"<sup>11</sup>. A diferencia de la desregulación, nos encontramos entonces en un esquema donde existe una clara intención y propósito de regular la conducta de los individuos que forman parte de una organización. Es la posibilidad que se les otorga a los operadores económicos y las organizaciones no gubernamentales de adoptar entre ellos mismos y para ellos mismos las reglas que regirán su actividad<sup>12</sup>.

En Colombia, FERNANDO SILVA GARCÍA ha definido la autorregulación como

- 8 J. BLACK, "Constitutionalising Self-Regulation", *Modern Law Review* 59, 1996, 24.
- 9 "When defining self-regulation, some focus on the term 'Self' as referring to any collective grouping that does not include the State. This approach relies heavily on the members of any such group acting voluntarily, but collectively, for a common purpose and to avoid outside intervention. Under the assumption that government and other industry parties agree to the concept of self-regulation, we suggest the following general definition: a system that encourages ('regulates') certain social behaviors by a collective (the 'Self') in order to avoid direct State intervention ('regulation'). This definition assumes a bottom-up approach, through which the Self (stakeholders or participants) initiates behavior-modifying activities (as opposed to top-down government imposition) for the benefit of the regulated community, as well as its consumers (customers)". CFA Institute Centre for Financial Market Integrity. *Self-Regulation in Today's Securities Markets Outdated System or Work in Progress?*, ISBN 978-1-932495-71-3, 2007.
- 10 "The expression 'self-regulation' is used by ASIC to refer to regulation where there is substantial industry-level involvement in the development or implementation of the regulation, and where the regulatory arrangement is adopted and funded by industry". *Institutional self-regulation: what should be the role of the regulator?* JILLIAN SEGAL, Deputy Chair of the Australian Securities and Investments Commission, Speech to the National Institute for Governance Twilight Seminar, Canberra, 8 November 2001.
- 11 European Commission, European Parliament and Council of Ministers, "Inter-Institutional Agreement on Better Lawmaking", *OJC* 321, 31.12.2003, 1.
- 12 "Self-regulation is taken to be where business sets its own standards of conduct and enforces those standards without any government involvement either in drafting the standards, promoting the standards or in enforcing the standards". "Pure self-regulation" would include voluntary codes. Self-regulation is often used "to correct a bad public image, to forestall legislation or to give an industry a competitive advantage". European Parliament Council Commission Interinstitutional Agreement on better law-making (2003/C 321/01).

la actividad de propia regulación por los sujetos concernidos con una cierta actividad, que da lugar a la expedición de reglas cuya observancia se hace obligatoria para quienes se acogen a ellas, aunque la obligatoriedad no deriva de que las reglas provengan del Estado o se impongan por la autoridad del Estado, con independencia del respaldo o acogimiento que les pueda prodigar el ordenamiento jurídico<sup>13</sup>.

Por su parte, la Corte Constitucional, mediante sentencia C-692 de 2007, la definió como

[...] el instrumento mediante el cual grupos de individuos y agentes de cualquier negocio o industria, con base en la autonomía que el ordenamiento les reconoce, acuerdan unas pautas de conducta o un marco jurídico de deberes y obligaciones recíprocas, cuyo incumplimiento tiene repercusiones de diversa naturaleza.

Para el caso del mercado de valores, la Superintendencia Financiera de Colombia ha señalado que

la autorregulación del mercado de valores comprende el ejercicio de las funciones normativa, de supervisión y disciplinaria. Tratándose de los intermediarios del mercado de valores, es a ellos a quienes les corresponde asegurarse que sobre la actividad de intermediación que desarrollan se están surtiendo las funciones normativa, de supervisión y disciplinaria por parte de un organismo de autorregulación<sup>14</sup>.

Hacemos referencia entonces a un mecanismo a través del cual los agentes del mercado cumplen con su responsabilidad fundamental de mantener el funcionamiento de un mercado debidamente organizado, que ofrezca a los inversionistas y al público en general condiciones suficientes de seguridad, honorabilidad y corrección<sup>15</sup>, es decir que el interés de los particulares que participan en el mercado se encuentre siempre en línea con el interés público<sup>16</sup>.

13 FERNANDO SILVA GARCÍA, "Anotaciones sobre la autorregulación en Colombia: carácter paraestatal, potestad punitiva y acreditación de idoneidad de quienes actúan en la intermediación", en *Cinco años de la Ley 964 de 2005: ¿se están cumpliendo los objetivos?* (Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2011), 375.

14 Concepto 2009060605-001 del 16 de octubre de 2009.

15 "Specifically, the self-regulating organization (SRO) could 'be responsible for monitoring trading practices, licensing intermediaries and for setting standards for admission of securities to trading and quotation in the secondary market'. Many different kinds of entities may be SROs. Stock exchanges qualify, as do industry associations, like a brokers and dealers' association. So, the answer to the initial question is a matter of relative balance between leading and delegating, not an either/or choice. Even countries with universal banking—Germany, Finland, Switzerland—the central bank or bank supervisor regulating securities markets delegates some important regulatory tasks", en PHILIP A. WELLS,

Ahora bien, la autorregulación, como señala reiteradamente la doctrina nacional e internacional, en su sentido más puro implica la no existencia de interferencia, participación o control de agentes externos a la industria, particularmente del Estado, en el establecimiento y creación de las reglas que regirán esa organización o industria particular<sup>17</sup>. De modo tal que la autorregulación es un concepto que refleja o debería reflejar una autonomía e independencia total del organismo privado<sup>18</sup>. No obstante lo anterior, la construcción que se presenta de manera reiterada por la doctrina y la jurisprudencia en la materia acerca del concepto analizado ineludiblemente nos genera dudas en lo que respecta a la llamada "independencia" o inexistencia de intervención estatal. Lo anterior, toda vez que si bien el concepto que conocemos como "autorregulación" tiene sus raíces en la autonomía privada, la libertad contractual y la libertad de asociación, en los últimos años ha devenido en uno que, contrario a sus mismos orígenes, también evoca uno de los instrumentos con que cuenta el Estado para regular la actividad de sus particulares, especialmente en lo que se refiere al mercado público de valores en donde es el mismo Estado quien permite u obliga la adopción de sistemas de autorregulación. La autorregulación "original" y "pura" se caracteriza o caracterizaba por el hecho de que la iniciativa de la producción normativa se encuentra en cabeza de los sujetos mismos de las normas elaboradas<sup>19</sup>, mientras que el Estado era o es ajeno o se desentiende de los resultados del proceso autorregulador. Tal sería el caso de la regulación que se elabora por organizaciones deportivas (tales como FIFA, UEFA o el mismo Comité Olímpico Internacional) o aquellas en la

"Prototypes of Securities Regulation for Africa: Key Issues", CAER II (Harvard Institute for International Development), Discussion Paper 47, August 1999, 35.

- 16 "Simply put, the overarching purpose of any selfregulatory group is to keep industry interests aligned with the public interest so as to avoid government intervention and the possibility of more-restrictive regulation". CFA Institute Centre for Financial Market Integrity. "Self-Regulation in Today's Securities Markets Outdated System or Work in Progress?", ISBN 978-1-932495-71-3, 2007.
- 17 "Self-regulation, according to the Better Regulation Task Force, is voluntary rules developed by those who have to comply to them. They are often developed in their own interest, e. g., the provision of good quality goods can be commercially beneficial. "Codes of practice" are the most common form of self-regulation while "voluntary standards" and "voluntary accreditation" schemes are other forms. Co-regulation is seen to be codes of practice which "have a statutory backing or other significant government involvement". IAN BARTLE PETER VASS, *Self-regulation and the regulatory state – A survey of policy and practice*, Center for the Study of Regulated Industries, Research Report n.º 17, 2005.
- 18 "We define self-regulation as a situation in which industry administers a regulatory solution to address citizen or consumer issues without formal oversight from government or regulator. In particular, there are usually no explicit legal backstops in relation to issues administered by a scheme to guarantee enforcement". OFCOM, *Identifying appropriate regulatory solutions: principles for analysing self- and co-regulation - Statement*, 10 December 2008, 9.
- 19 P. EIJLANDER y W. J. M. VOERMANS, "Outlooks for legislation: Introduction", *RegelMaat*, 1999, 3, 71.



esfera del comercio internacional (*lex mercatoria*). Sin embargo, en el presente el término autorregulación se presenta también como uno que alude a los escenarios donde encontramos una situación de cooperación entre los reguladores públicos y privados, quienes usualmente pueden crear sus propias normas como consecuencia del consentimiento estatal, o se ven abocados a dicha cooperación bajo la amenaza o precaución de que de no hacerlo será el Estado quien entrará a regular. Tal sería el caso de la "autorregulación" del mercado público de valores.

La situación que se nos presenta ha propiciado la elaboración de clasificaciones y conceptos que tratan de reflejar la realidad del fenómeno. BLACK, por ejemplo, señala que en la actualidad es posible diferenciar varios tipos de autorregulación, a saber: i. *Autorregulación obligatoria (mandated self-regulation)* que se presenta cuando un grupo, industria o profesión es requerida por el gobierno para formular y hacer efectivas normas que regulen las relaciones y comportamiento de sus miembros dentro del marco normativo definido previamente por el mismo Estado. Tal sería el caso, como ya se mencionó, de la autorregulación del mercado público de valores. Para el caso concreto en Colombia, por ejemplo, la Ley 964 de 2005 obligó a todos los que desarrollen actividades del mercado de valores a autorregularse. Modelo que se replica también en los Estados Unidos de Norteamérica y Canadá, donde la autorregulación es obligatoria para los intermediarios que prestan sus servicios o infraestructura a los inversionistas públicos<sup>20</sup>; ii. *Autorregulación sancionada (sanctioned self-regulation)* que se presenta cuando el mismo grupo, industria o profesión elabora una regulación que está sujeta al control previo y aprobación del Estado; iii. *Autorregulación coercitiva (coerced self-regulation)* que es la que se presenta cuando el grupo, industria o profesión elabora la regulación bajo el supuesto (amenaza) de que de no hacerlo el Estado emitirá normas imperativas, y iv. *Autorregulación voluntaria (voluntary self-regulation)* que es la que se presenta cuando no existe intervención directa o indirecta del Estado en la promoción o elaboración de las normas creadas por el grupo, industria o profesión<sup>21</sup>.

De otra parte, nos hemos encontrado frente a conceptos como el de "co-regulación", entendido este como una forma "impura" de autorregulación en la cual el Estado se limita a establecer un marco normativo que deberá ser seguido por los órganos o asociaciones particulares para elaborar, de manera autónoma pero dentro del marco señalado, sus propias normas<sup>22</sup>. Un esquema

20 JOHN CARSON, *Self-Regulation in Securities Markets*. Policy Research Working Paper 5542, The World Bank, Financial and Private Sector Development, Global Capital Markets Department, Securities Markets Group, January 2011.

21 JULIA BLACK. "Constitutionalising Self-Regulation", *The Modern Law Review*, 1996 (MLR 59:1, January).

22 "This may take a variety of forms, for example co-regulation, defined as 'industry-association self-regulation with some oversight or ratification by government', or 'enforced self-



normativo donde el Estado fija los parámetros generales y además se encarga de verificar o supervisar que los llamados autorreguladores cumplan los mismos<sup>23</sup>. Concepto este que consideramos serviría más para describir de mejor manera la forma como se han venido regulando las actividades del mercado de valores colombiano en los últimos años, y donde el Estado señala un marco normativo de actuación general (Ley 964 de 2005) que deben desarrollar los autorreguladores del mercado de valores autorizados por el mismo Estado para ejercer la actividad de autorregulación<sup>24</sup>.

Más allá de las definiciones o elaboraciones doctrinales que se han trabajado hasta hoy y las que se elaborarán en el futuro, para efectos de nuestro estudio diremos que lo que se nos presenta como *autorregulación en el mercado de valores* es el sistema normativo elaborado por los participantes mismos del mercado (usualmente a través de un organismo representativo de todos y cada uno de los intereses del mercado mismo) y cuyo cumplimiento se verifica por la industria misma, todo gracias a una obligación/autorización de origen legal que el Estado le ha impuesto/otorgado con el propósito de reglar la conducta y comportamiento de los agentes de ese mercado. Sistema normativo que deberá respetar siempre el marco normativo y los principios fijados por el mismo Estado. En nuestro caso, dicho concepto evocará también una facultad cuyo desarrollo estará siempre sometido a la autorización previa y continuo escrutinio o supervisión del Estado.

Como es lógico, los objetivos de este sistema de normas serán los mismos que se han identificado o señalado para la regulación estatal de los mercados de valores e identificados particularmente por IOSCO en sus Principios y Objetivos, esto es: preservar la integridad del mercado (justo, eficiente y transparente), preservar la integridad financiera (reducir el riesgo sistémico) y proteger a los inversionistas. Así, la autorregulación se concentra normalmente en la determinación de estándares para la intermediación en el mercado, en la supervisión del mercado y verificación del cumplimiento de las buenas prácticas del mercado<sup>25</sup>.

regulation', in which negotiations between the state and individual firms are used to formulate flexible, particularistic standards and enforcement strategies". JULIA BLACK. *Op. cit.*

23 ZAYËNNE D. VAN HEESSEN-LACLÉ and ANNE C. M. MEUWESE. "The legal framework for self-regulation in the Netherlands". *Utrecht law review*, vol. 3, Issue 2, December, 2007.

24 Como se observará más adelante, esa facultad/obligación de autorregularse implica igualmente la facultad/obligación de supervisar el cumplimiento de sus propias normas.

25 United Nations Conference on Trade and Development, "Expert meeting on the trade and development implications of financial services and commodity exchanges (part 1) item 3: trade and development implications of commodity exchanges", 3 September 2007, *Model for effective self-regulation*, The International Organization of Securities Commissions (IOSCO).

### 3. MODELOS Y ESQUEMAS DE AUTORREGULACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES

El papel e importancia de la autorregulación en el sistema jurídico varían de país a país, entre los mercados más desarrollados y los llamados emergentes. Como es evidente, el éxito de la autorregulación y su capacidad de ser una pieza fundamental del desarrollo del mercado son mucho más evidentes en aquellos países donde históricamente los intermediarios del mercado han mantenido un buen comportamiento y relación con el regulador estatal. Esa relación les ha permitido elaborar sistemas de autorregulación eficientes<sup>26</sup>. En cuanto al mercado de valores la doctrina en la materia ha reconocido la existencia de diferentes esquemas o modelos que se han desarrollado para implementar la autorregulación en esa industria. Así, y siguiendo a WELLONS<sup>27</sup>, podemos mencionar que han sido cuatro los esquemas de autorregulación que se han desarrollado<sup>28</sup>:

- a. Un esquema de confianza absoluta en los organismos e instrumentos de autorregulación;
- b. Un sistema o modelo de participación de los organismos de autorregulación dentro de una estructura regulatoria gubernamental;
- c. Un sistema de plena autoridad gubernamental en la implementación y vigilancia del cumplimiento de las normas con funciones específicas a los organismos de autorregulación, y
- d. Un sistema de poder gubernamental informal donde los organismos de autorregulación implementan las políticas y normas señaladas.

A continuación nos referiremos brevemente a cada uno de ellos:

#### 3.1. ESQUEMA 1: CONFIAR PRIMORDIALMENTE EN LOS ORGANISMOS DE AUTORREGULACIÓN

Bajo este esquema los gobiernos confían casi que exclusivamente en los organismos de autorregulación para crear e implementar las normas que regulan el mercado. Este sistema se presenta particularmente en los países con un mercado de valores pequeño, donde el número de valores e intermediarios

26 United Nations Conference on Trade and Development, "Expert meeting on the trade and development implications of financial services and commodity exchanges (part 1) item 3: trade and development implications of commodity exchanges", 3 September 2007, *Model for effective self-regulation*, The International Organization of Securities Commissions (IOSCO).

27 PHILIP A. WELLONS "Prototypes of Securities Regulation for Africa: Key Issues", en CAER II (Harvard Institute for International Development), Discussion Paper n.º 47, August 1999, 35.

28 En este punto es también importante la clasificación ofrecida por JOHN CARSON en su texto: *Self-Regulation in Securities Markets*. Policy Research Working Paper 5542, The World Bank, Financial and Private Sector Development, Global Capital Markets Department, Securities Markets Group, January 2011.

inscritos es mínimo y donde todas las operaciones se realizan por operadores o inversionistas locales, por lo que el control del mercado mismo lo puede realizar la propia bolsa. A medida que crece y se desarrolla un mercado, o se internacionaliza, el sistema deja de ser útil. Tal sería el caso de Colombia con anterioridad a 1960, fecha hasta la cual no existían reglas particulares para el mercado de valores local y donde las normas y su implementación se realizaban por las propias bolsas<sup>29</sup>; una vez el mercado se organizó e inició su proceso de expansión e internacionalización, se hizo evidente la necesidad de adoptar un marco normativo en que el Estado/Gobierno es el obligado y facultado principal para desarrollar la normativa aplicable al mercado y para asegurar el cumplimiento de la misma.

La justificación que se presenta usualmente para incorporar este método es que el mismo se sustenta sobre la experiencia y conocimiento que poseen los que participan en el mercado y su capacidad para regular el mismo. Se considera que esos agentes tienen un mejor conocimiento del mercado y que a la vez no se encuentran sujetos a las limitaciones a las que usualmente se ven sometidos los funcionarios públicos. Sin embargo, este sistema presenta un problema de construcción importante. Cuando un gobierno confía sustancialmente en la capacidad de los organismos de autorregulación para asegurar el cumplimiento de las normas, surgen fácilmente conflictos de interés. En muchos casos se ha cuestionado la capacidad de esos organismos de autorregulación para imponer sanciones a sus propios miembros, cuestionándose aún más la severidad de las sanciones que esas organizaciones están dispuestas a imponer o su interés para expulsar a alguno de sus miembros. A lo anterior se suma el hecho de que en muy buena parte de los casos la financiación de las actividades de los organismos autorreguladores depende directamente de las contribuciones de las mismas instituciones cuya supervisión tiene a su cargo, lo que expone al mercado mismo a un permanente conflicto de intereses.

### 3.2. ESQUEMA 2: LOS ORGANISMOS DE AUTORREGULACIÓN DESARROLLAN SU ACTIVIDAD DENTRO DEL MARCO REGULATORIO Y VIGILANCIA DEL GOBIERNO REGULADOR

Bajo este sistema los organismos de autorregulación desarrollan sus funciones dentro del marco normativo que le establece el gobierno regulador, estando sometidos además a su vigilancia y control. Lo anterior, bajo la previsión de que en este esquema es, en muy buena medida, el organismo de autorregula-

29 "In Zimbabwe, for example, the stock exchange takes the enforcement initiative, if any is needed; there is still no securities commission but a committee in the finance ministry can discipline and suspend members of the exchange. In Namibia also, the stock exchange as self-regulatory organization carries out all the regulatory functions. Neither has a securities commission. In Estonia, there is a commission but its powers are so limited that one expects

ción el encargado de velar por el cumplimiento de las normas existentes para el mercado. Este sistema fue el adoptado por el Gobierno Británico entre 1986 y 1999 y utilizado como un régimen de transición al tercero, que más adelante revisaremos, de los sistemas en donde la regulación y supervisión quedaron centradas en una sola entidad, la Financial Services Authority, la cual a su vez estaba bajo la supervisión permanente del gobierno central (HM Treasury)<sup>30</sup>.

Bajo este sistema, la amenaza de la intervención del Estado se considera como una motivación para los autorregulados para desarrollar sus actividades en forma tal que se evite dicha intervención. Independientemente de que la posibilidad de intervención esté siempre presente, lo que se ha observado en la práctica es que en la mayoría de los casos las prerrogativas del Estado hacia los autorregulados bajo este sistema son significativas<sup>31</sup>.

### 3.3. ESQUEMA 3: EL PODER REGULADOR Y DE SUPERVISIÓN RECAE PRIMORDIALMENTE SOBRE EL ESTADO CON UNOS ORGANISMOS DE AUTORREGULACIÓN FACULTADOS PARA DESEMPEÑAR ALGUNAS FACULTADES DE VERIFICACIÓN O SUPERVISIÓN DE CUMPLIMIENTO DE LAS NORMAS

Bajo este esquema los gobiernos se reservan para sí las facultades de regulación y supervisión, constituyendo usualmente un organismo supervisor bastante

the stock exchange to act, by default". PHILIP A. WELLONS, "Prototypes of Securities Regulation for Africa: Key Issues", en CAER II (Harvard Institute for International Development), Discussion Paper n.º 47, August 1999, 38.

30 "The creation of the FSA in 2000 superseded the self-regulation of nine financial services organizations. In the process, the London Stock Exchange (LSE) was relieved of its responsibility for listing rules and policing corporate disclosures, which some believe was 'simply a reflection of changed social preferences'. If so, such changed preference may have reflected internal shifts in social policy, including changes made in response to the attention on corporate governance reforms. In any case, the creation of the FSA not only reflects shifting paradigms in the U.K. approach to regulation but also highlights the influence that certain large markets can have on the regulatory direction of others". JOSÉ DE LUNA MARTÍNEZ y THOMAS A. ROSE, "International Survey of Integrated Sector Supervision", World Bank Policy Research Working Paper 3096 (July 2003).

31 "This kind of group often engages in a highly specialized industry and is best equipped to perform the day-to-day oversight and rulemaking functions that specialized expertise allows, as well as to respond quickly to market developments. In addition, this type of organization often creates and maintains an extensive enforcement system, including detailed procedures for investigating and disciplining members. Moreover, the specialization and complexity of the industries subject to this self-regulation would strain the resources of governmental entities were the government to assume a more direct and active role in their regulation. The expertise contained in this group allows it to engage in rulemaking that is relevant to the business engaged in by the members. The current U.S. SROs and the national and regional exchanges are examples of this type of relationship, with the Securities and Exchange Commission as the government overseer". CFA Institute Centre for Financial Market Integrity. "Self-Regulation in Today's Securities Markets Outdated System or Work in Progress?", ISBN 978-1-932495-71-3, 2007.

fuerte y dejando a los organismos de autorregulación algunas facultades en cuanto a la supervisión y verificación del cumplimiento de las normas. Tal es el caso de los Estados Unidos de Norteamérica<sup>32</sup>, donde si bien la SEC (Securities Exchange Commission) posee grandes poderes de regulación y supervisión, las bolsas y las asociaciones de comisionistas de valores tienen también ciertos poderes de supervisión y vigilancia dentro del ámbito de sus actividades<sup>33</sup> y en todo caso sometidas a la constante vigilancia y supervisión de la SEC. Sistema o esquema que también pareciera haber sido adoptado en Colombia desde la promulgación de la Ley 964 de 2005, en que la misma ley obligó a todos los participantes del mercado a autorregularse en algunos aspectos puntuales, siguiendo para el efecto el marco normativo que se traza en esa misma ley.

Bajo este sistema, los organismos de autorregulación también se encuentran sujetos a la vigilancia y supervisión del Estado, como sucede en el caso estadounidense donde los autorreguladores están sujetos al control de la SEC, quien está facultada, entre otras, para suspender las actividades de aquellos, uno de sus miembros o incluso de los valores por ellos inscritos. También puede en todo caso ordenarles la modificación de sus reglas<sup>34</sup>.

32 "The United States is also the country with the longest history of a dual government regulatory/self-regulatory structure in place, dating from the creation of the 1934 Act. In addition, the U.S. system is relatively unique in its requirement that certain market participants must become a member of an SRO. Although the U.S. structure may limit the risk that competitors will emerge to define themselves in opposition to the members of the original self-regulatory system, it may also force a system of buy-ins from its participants". HOWARD DAVIES, "What's Left for Self-Regulation?", David Hume Lecture Series, Hong Kong (March 2004).

33 "One type of activities consists of rules governing transactions on the exchange, such as listing the issuers of the listed securities, trading by members of the exchange, clearance and settlement, and exchange governance. The other type activities are rules about the members and their customers, including licensing of firms and staff. The SROs can censure, bar, or fine broker-dealers and their associates who break either federal securities law or the exchange's rules. They can delist the security. They have surveillance powers to support their enforcement of the rules". PHILIP A. WELLONS, "Prototypes of Securities Regulation for Africa: Key Issues", en CAER II (Harvard Institute for International Development), Discussion Paper n.º 47, August 1999, 38.

34 "Some emerging markets modified this prototype, increasing the enforcement powers of the securities commission and reducing those of the SROs. Among transition countries, Kazakhstan enacted laws that make the securities commission much stronger than the SRO (the commission is less powerful than the SEC, because it cannot fine or issue cease-or-desist orders), but lets the stock exchange play a moderate role enforcing the rules (it can fine members or suspend licenses, though market players are not obliged to be a member of any SRO). Among emerging markets in developing countries, Zambia also shifted even more power to the commission. Zambia's law placed most enforcement power in the securities commission, which even retained the power to revoke or suspend the licenses granted by the stock exchange. These examples may not be surprising, because the foreign advisors drew their models from the US.". PHILIP A. WELLONS, "Prototypes of

### 3.4. ESQUEMA 4: PODER DE REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN ABSOLUTO EN EL GOBIERNO CON LA AUTORIZACIÓN DE UNAS FUNCIONES MENORES PARA EL AUTORREGULADOR

Como lo ha señalado el CFA Institute Centre for Financial Market Integrity, de diferentes formas y por diferentes razones algunos países, como Bulgaria, India, Nepal y en general la gran mayoría de países europeos, solo permiten que el organismo de autorregulación juegue un papel limitado o aislado, dejando la facultad de regulación y supervisión casi que en su totalidad en el regulador gubernamental. Tal es el caso particular de Japón, país que hasta 1995 sostuvo un sistema de autorregulación bastante fuerte, pero que debido a los abusos del sistema, regresó en ese año (1997) a un esquema con un regulador y supervisor gubernamental fuerte<sup>35</sup>.

Al observar los diferentes esquemas planteados pareciera que el grado de atribuciones que se les delega o permite desarrollar a los organismos de autorregulación es indiferente si existe siempre una posición fuerte del gobierno regulador<sup>36</sup>. Más allá del esquema que se pretende adoptar es primordial tener certeza de la capacidad que deberá poseer el Estado para controlar las fallas que se presenten en el mercado y en especial la capacidad que deberá tener el Estado para corregir las fallas que no han sido previstas o adecuadamente atendidas por los organismos de autorregulación cuando es a estos a los que se les ha encargado la supervisión de dichos mercados. La autorización para

Securities Regulation for Africa: Key Issues", en CAER II (Harvard Institute for International Development), Discussion Paper n.º 47, August 1999, 38.

35 "Currently, financial regulation in all of the world's developed markets resides between the last two levels (at the right end of the regulatory continuum). Most recently in Europe, there has been a movement toward government as regulator. In Asia and the United States, government as overseer remains the norm". CFA Institute Centre for Financial Market Integrity, "Self-Regulation in Today's Securities Markets Outdated System or Work in Progress?", ISBN 978-1-932495-71-3, 2007.

36 "In the U.S., with the biggest markets in the world, the SROs (the stock exchanges and National Association of Securities Dealers) have considerable power within their authority, which is consistent with the tasks that IOSCO recommended, and the SEC is a powerful government regulator. A dynamic view of the UK shows the same. As described elsewhere, the UK relied almost entirely on SROs before 1985, at which time it rationalized the SROs and added government agencies to supervise them. In 1998, the government centralized financial regulation in the Financial Services Agency, further reducing the role of SROs. To tap the expertise of the private sector, in late 1998 the FSA set up a practitioner board and a group to advise on rules. Members came from all over the financial sector. The job of the board was to review and comment on FSA policies (e.g., their cost effectiveness). The advisory group is to evaluate the impact of proposed rule changes on the financial sector. This appears to be a substitute for the role played by individual SROs in the past. It also coordinates across the financial markets". PHILIP A. WELLONS. "Prototypes of Securities Regulation for Africa: Key Issues", en CAER II (Harvard Institute for International Development), Discussion Paper n.º 47, August 1999, 35.

adoptar esquemas de autorregulación no puede significar entonces que el Estado quede desprovisto de sus propios instrumentos de protección del mercado.

#### 4. ESTÁNDARES Y REGLAS APLICABLES PARA EL BUEN FUNCIONAMIENTO DE LA AUTORREGULACIÓN

Varios han sido las reglas y requisitos que se han señalado para que un sistema de autorregulación sea considerado adecuado o efectivo. Para los efectos del presente texto consideramos apropiado referirnos a los requisitos o condiciones que se han elaborado por organizaciones como IOSCO y el Institute Centre for Financial Market Integrity<sup>37</sup>, así como los elaborados por IAN BARTLE y PETER VASS.

Así, y de acuerdo con lo señalado por IOSCO, el régimen regulador deberá hacer un uso apropiado de las organizaciones autorreguladas (SRO) que ejerzan alguna responsabilidad directa de supervisión en sus respectivas áreas de competencia, en la medida apropiada a la dimensión y la complejidad de los mercados. Igualmente, las SRO estarán sujetas a la supervisión del regulador y observarán normas de justicia y confidencialidad cuando ejerzan poderes y responsabilidades delegadas.

Ahora bien, según IOSCO, como condición para la autorización la legislación o el regulador deberán exigir que los organismos de autorregulación cumplan por lo menos las siguientes condiciones:

a. Tengan capacidad para cumplir con la finalidad de las leyes aplicables, las regulaciones y las normas de los propios autorreguladores, y obligar al cumplimiento de dichas leyes, regulaciones y normas por parte de sus miembros y las personas vinculadas<sup>38</sup>;

b. Traten a todos los miembros del autorregulador y a los candidatos a miembros de una forma justa y congruente;

c. Desarrollen normas que estén diseñadas para fijar normas de conducta para sus miembros y para promover la protección del inversionista. Con ello habrá de mencionar también que es necesario que el compromiso de los participantes de la autorregulación sea suficiente para garantizar el cuidado y protección del interés público. Un sistema de autorregulación exitoso será aquel que permita cambios que propicien una adaptación mejor a las nuevas realidades a la vez que mantener una correcta regulación de sus miembros;

37 "CFA Institute is the global association of investment professionals that sets the standard for professional excellence". Para mayor información sobre este instituto ver: [www.cfainstitute.org].

38 En el mismo sentido: CFA Institute Centre for Financial Market Integrity. "Self-Regulation in Today's Securities Markets Outdated System or Work in Progress?", ISBN 978-1-932495-71-3, 2007.



d. Presenten sus normas al regulador para su revisión o aprobación según lo considere este apropiado, y garanticen que las normas del autorregulador son congruentes con las directivas de política pública establecidas por el regulador;

e. Cooperen con el regulador y otros autorreguladores para investigar y aplicar las leyes y las regulaciones<sup>39</sup>;

f. Apliquen sus propias normas<sup>40</sup> e impongan las sanciones correspondientes en caso de incumplimiento<sup>41</sup>;

g. Garanticen una representación justa de los miembros en la selección de sus consejeros y la administración de sus asuntos. La justa representación de los miembros del gremio sujeto a las reglas de la autorregulación garantiza que las reglas que se elaboran en el interior de los organismos de autorregulación cuenten con un grado de especialización y pertinencia que no lo pueden lograr agentes externos a la industria. No obstante, la participación de esos integrantes no debe permitir que las normas de la autorregulación reflejen única y exclusivamente los intereses de dichos miembros<sup>42</sup>.

h. Eviten normas que puedan dar lugar a situaciones no competitivas;

i. Eviten hacer uso del papel de supervisión para permitir que cualquier partícipe del mercado adquiera una ventaja desleal.

De igual forma y con independencia del alcance con el que se use la autorregulación, el regulador público deberá conservar la autoridad para investigar materias que afecten a los inversores o al mercado<sup>43</sup>. Si los poderes de un auto-

39 De allí que algunos autores hagan referencia a la existencia de unas entidades u organismos paraestatales. Ver por ejemplo: FERNANDO SILVA GARCIA, "Anotaciones sobre la autorregulación en Colombia: carácter paraestatal, potestad punitiva y acreditación de idoneidad de quienes actúan en la intermediación", en *Cinco años de la Ley 964 de 2005: ¿se están cumpliendo los objetivos?* (Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2011), 377.

40 "SROs must implement and support an enforcement program that starts with active surveillance for wrongdoing, is vigorously committed to investigating questionable activities of its members, and applies clear rules of accepted practices in its oversight. The process must be consistently applied, impartial toward all members, and supported from within by a surveillance and enforcement program that has clearly delineated sanctions for different types of misconduct. Given the importance of maintaining the public's trust when investors are wronged, a method of due process is required. Members and the investing public alike should view the process as fair". CFA Institute Centre for Financial Market Integrity. "Self-Regulation in Today's Securities Markets Outdated System or Work in Progress?", ISBN 978-1-932495-71-3, 2007.

41 JAVIER NÚÑEZ ERRÁZURIZ, "La autorregulación como concepto regulatorio" (Santiago: Universidad de Chile, 2000), 11. Ver también: DALE ARTHUR OESTERLE, "Securities Markets Regulation: Time to Move to a Market-Based Approach", en *Policy Analysis*, Cato Institute, n.º 374 (21 June 2000), 5. En [www.cato.org/pubs/pas/pa374.pdf].

42 CFA Institute Centre for Financial Market Integrity. "Self-Regulation in Today's Securities Markets Outdated System or Work in Progress?", ISBN 978-1-932495-71-3, 2007.

43 "Government Oversight. Regardless of the internal controls that a self-regulatory system

regulador son insuficientes para investigar u ocuparse de un caso concreto de mala conducta o si lo exige la existencia de un conflicto de intereses, el regulador deberá asumir la responsabilidad del autorregulador en la investigación. Por lo tanto, es importante cerciorarse de que la información proporcionada por un autorregulador al regulador público permita que estas materias sean detectadas a tiempo<sup>44</sup>.

Adicionalmente, en el seno del Institute Centre for Financial Market Integrity se ha considerado apropiado que el sistema de autorregulación cumpla además con los siguientes requerimientos:

a. Participación del público. Que los consumidores finales de los productos y servicios provenientes de la industria autorregulada tengan una representación y participación activa en dichos sistemas. Lo anterior, con el propósito de que se logre que las normas de la autorregulación tengan una aproximación mucho más amigable para con el público;

b. Relación costo/beneficio. Que los costos de adoptar dichos sistemas de autorregulación sean siempre inferiores a los que se presentan cuando nos encontramos frente a un escenario de regulación estatal. Varios de los beneficios que se mencionan continuamente por la doctrina en la materia están relacionados con las ventajas que adquieren los miembros de un sistema de autorregulación por el hecho de no estar enfrentados a la continua regulación y supervisión del regulador/supervisor público.

c. Transparencia. Para lograr que el sistema de autorregulación mantenga la confianza del público y del regulador público, el proceso de creación de normas en el interior de los organismos de autorregulación debe ser transparente y carente de toda ambigüedad. Ese proceso de creación normativa debe ser, en la medida de lo posible, público y permitir la participación activa de los consumidores finales.

d. Independencia. El organismo de autorregulación debe ser independiente de todos los mercados que el mismo regula o supervisa. Por ello se hace continuamente énfasis en la necesidad de que el autorregulador cuente con unos organismos de dirección, manejo y decisión independientes del mercado mismo<sup>45</sup>, y que la financiación de sus actividades no dependa directamente de los regulados<sup>46</sup>.

creates to guide its activities, the threat of government oversight appears to increase the ultimate success of this type of regulation. Even if the government maintains a 'hands off' approach with respect to the self-regulatory group, the specter of intervention serves as an effective deterrent in reminding the group of the pending consequences should the balancing of its self-interests become misaligned with its obligations to the public". WILLIAM O. DOUGLAS, *Democracy and Finance* (New Haven, CT: Yale University Press, 1940), 82.

44 Organización Internacional de Comisiones de Valores, "Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores", septiembre de 1998.

45 "Within the SRO it is essential that an independent board continuously align member self-

A las anteriores consideraciones habrán de agregarse las elaboradas IAN BARTLE y PETER VASS<sup>47</sup>, quienes han considerado que las industrias que tienen la oportunidad de autorregularse deben demostrar además que pueden ganar confianza a través de la aplicación de rigurosos regímenes de cumplimiento y suministro de información. Por su parte, los reguladores públicos deben demostrar que su regulación es eficiente y que protege efectivamente el interés público<sup>48</sup>. Lo anterior se logra, señalan los autores, a través de la aplicación efectiva de principios regulatorios adecuados y la preparación de estudios de impacto y justificación de dicha regulación (todo lo anterior requiere de procesos que garanticen transparencia). Una buena política regulatoria no será solo la que controla la aplicación de las normas existentes, sino también la que evita o previene políticas erróneas o equivocadas.

En ese sentido, se señala que para lograr la transparencia se requiere de lo siguiente:

– El regulador estatal debe ser claro al justificar el alcance de los acuerdos con los autorreguladores y cómo dichos acuerdos tienen la capacidad de lograr el cumplimiento de sus obligaciones y por lo tanto proteger el interés público<sup>49</sup>;

interest with the investor's desire for a free and fair market. An open election process, in which board representation takes into account all stakeholders, including investors –and not just SRO members– helps to establish a strong corporate governance structure and provide investors with a greater chance for a stronger voice in the organization". CFA Institute Centre for Financial Market Integrity. "Self-Regulation in Today's Securities Markets Outdated System or Work in Progress?", ISBN 978-1-932495-71-3, 2007.

46 En el mismo sentido: *Report of the Taskforce on Industry Self-Regulation, Industry Self-Regulation in Consumer Markets, Commonwealth of Australia* (agosto de 2000). En [[www.treasury.gov.au/documents/1131/PDF/final\\_report.pdf](http://www.treasury.gov.au/documents/1131/PDF/final_report.pdf)].

47 IAN BARTLE y PETER VASS, "Self-regulation and the regulatory state – A survey of policy and practice", Center for the Study of Regulated Industries, Research Report n.º 17, 2005.

48 "Maintaining an appropriate balance requires avoiding certain pitfalls that threaten the safeguarding of the public's interests and the general integrity of the system, including: a. Intervention favoring larger (more influential) participants at the expense of smaller (less influential) participants; b. Systems that are inadequate for detecting violations and enforcing SRO regulations; c. The co-opting of the reputational benefits of the SRO by unscrupulous practitioners who do not subscribe to the standards of the SRO and who do not disclose their lack of compliance; d. The rise of anti-competitive or collusive practices at the expense of customers; e. Greater ineffectiveness or even "regulatory arbitrage," in which regulators compete to attract participants through a lowering of regulatory standards; and f. The risk and confusion to consumers when similar products/services are regulated under different standards". CFA Institute Centre for Financial Market Integrity. "Self-Regulation in Today's Securities Markets Outdated System or Work in Progress?", ISBN 978-1-932495-71-3, 2007.

49 En el mismo sentido: United Nations Conference on Trade and Development, *Expert meeting on the trade and development implications of exchanges*, 3 September 2007; "Model for effective self-regulation", The International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *Financial services and commodity exchanges (part 1)*, item 3: *trade and development implications of commodity*.

– Que los mecanismos de monitoreo y cumplimiento de los acuerdos con los autorreguladores deben ser claros y de público conocimiento, buscando siempre una medición de lo que se espera y se logra con dichos acuerdos<sup>50</sup>;

– Que el marco regulatorio que determina las facultades del autorregulador debe ser claro y preciso, cumpliendo siempre con los mandatos u objetivos trazados para el mismo;

– Que los reguladores públicos promuevan un mejor entendimiento público del papel que juegan los autorreguladores, promoviendo foros y debates donde los reguladores, los autorreguladores y sus miembros promuevan sus ideas y sometan al escrutinio público su funcionamiento y el funcionamiento de la autorregulación misma.

Se observa entonces que la implementación de sistemas de autorregulación debe sujetarse a una serie de principios y reglas que garanticen el cumplimiento de los propósitos mismos del sistema (autorregulador), así como de aquellos que rigen la existencia y funcionamiento mismo del Estado. La autorregulación es una de las tantas formas que utiliza el Estado moderno para el cumplimiento de sus fines y como tal debe seguir sus principios y objetivos.

## 5. ARGUMENTOS A FAVOR Y EN CONTRA DE LA AUTORREGULACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES

Mucho se ha debatido acerca del alcance y conveniencia de la autorregulación como modelo a seguir, sus ventajas y desventajas, así como el impacto que dicho modelo ha tenido en los diferentes ordenamientos. A continuación trataremos de resumir los argumentos a favor y en contra que se han esbozado recientemente por la doctrina en la materia.

### 5.1. ARGUMENTOS A FAVOR

En primer término se ha señalado que la autorregulación contribuye al tratamiento de las fallas de mercado de una manera más eficiente y más efectiva,

50 "The statutory regulator can verify that the processes and programs executed by the SROs are, in fact, effective in meeting the established regulatory objectives through spot-checking or other types of periodic review. In most cases, statutory regulators perform inspections of SROs and evaluate how the SROs are performing their regulatory responsibilities. SROs may be required to report regularly on compliance with the statutory requirements and SROs may be required to provide special reports at any time. Because government regulators ultimately retain jurisdiction over the activities of an SRO, statutory regulators should be encouraged and willing to delegate more responsibilities to SROs". United Nations Conference on Trade and Development, *Expert meeting on the trade and development implications of exchanges*, 3 September 2007; "Model for effective self-regulation", The International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *Financial services and commodity exchanges (part 1)*, item 3: *trade and development implications of commodity*.

comparada con las posibilidades y mecanismos con que cuenta el Estado para tales efectos<sup>51</sup>. Las bolsas de valores, se señala repetidamente, conocen al mercado y sus integrantes mucho mejor que el regulador público, se encuentran en contacto directo y permanente con comisionistas, emisores e inversionistas y son ellas (las bolsas de valores) a la vez el mercado y un participante del mismo<sup>52</sup>. Uno de los aspectos primordiales del autorregulador será entonces el conocimiento de la realidad regulada<sup>53</sup>. Son los operadores de un mercado quienes conocen mejor los problemas de este y, consiguientemente, los más indicados para ofrecer soluciones a los mismos. El interés en la autorregulación se fundamenta en la creencia empírica de que con ella se obtienen mejores normas por lo que la implementación de políticas públicas es más eficaz<sup>54</sup>. Un esquema de autorregulación en el mercado público de valores permite que el organismo encargado de expedir normas, supervisar su cumplimiento y sancionar su incumplimiento cuente con un conocimiento de primera mano del mercado que está regulando, supervisando y sancionando, así como de sus problemas, lo que significa que tiene mejores elementos de juicio y mejores herramientas para poder ofrecer soluciones a los problemas que la realidad y dinámica del mercado imponen<sup>55</sup>. En ese mismo sentido, algunos consideran

51 En ese sentido: JORGE CASTAÑO GUTIÉRREZ, "Autorregulación y autorregulador: cómo el autorregulador contribuye a la construcción de un marco institucional eficiente en el mercado de valores colombiano", en *Cinco años de la Ley 964 de 2005: ¿se están cumpliendo los objetivos?* (Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2011), 131; IAN BARTLE y PETER VASS, "Self-regulation and the regulatory state – A survey of policy and practice", Center for the Study of Regulated Industries, Research Report n.º 17, 2005.

52 "The technical expertise that SROs possess concerning the operation of the market is arguably unrivaled: the market flows through their facilities, the traders follow their rules, and their regulatory staff is engaged exclusively with overseeing their systems. Indeed, in a market where trading volumes are ever-increasing, the day-to-day task of supervising transaction activity seems so intensive and complicated that it might be better left to the same entity to conduct". STAVROS GADINIS and HOWELL E. JACKSON, *Markets as regulators: a survey*, *Southern California Law Review*, vol. 80, n.º 1239, 12.

53 A. OGUS, "Rethinking Self-regulation", *Oxford Journal of Legal Studies*, n.º 1, 1995, 100.

54 I. AYRES y J. BRAITHWAITE, *Responsive Regulation Transcending the Deregulation Debate* (Oxford University Press, 1992), 3-18.

55 "An advantage of self-regulation highlighted in different ways by many of those surveyed is that it can enable the knowledge and expertise of all parties in the process to be drawn on more effectively. Regulators are not always in the best position to obtain the necessary information and to know the market situations; it is better to draw on the 'comparative advantages' that the various parties or stakeholders offer". IAN BARTLE & PETER VASS, "Self-regulation and the regulatory state – A survey of policy and practice", Center for the Study of Regulated Industries, Research Report n.º 17, 2005. Ver también JORGE CASTAÑO GUTIÉRREZ, *Autorregulación y autorregulador: cómo el autorregulador contribuye a la construcción de un marco institucional eficiente en el mercado de valores colombiano*. En *Cinco años de la Ley 964 de 2005: ¿se están cumpliendo los objetivos?* (Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2011), 131; CFA Institute Centre for Financial Market Integrity, "Self-Regulation in Today's Securities Markets Outdated System or Work in Progress?", ISBN 978-1-932495-71-3, 2007.

la autorregulación como una vía apta para incrementar o elevar los estándares normativos que ofrece en todo caso el regulador público<sup>56</sup>. En un mercado competitivo, se señala, existe siempre un incentivo para que los comerciantes mejoren continuamente sus estándares normativos con el propósito de ganar mercado<sup>57</sup>.

Igualmente se afirma que la flexibilidad y simplicidad operativa es otro de los beneficios de la autorregulación. Los organismos de autorregulación<sup>58</sup> no están sujetos a la observancia de los rígidos trámites y formalidades característicos de los procedimientos legislativos y administrativos, lo que se traduce en una mayor rapidez de reacción y de resolución de conflictos. Como entidades privadas que son, los autorreguladores pueden actuar de una manera más rápida y flexible que el regulador gubernamental, lo que hace que tengan canales más eficientes de regulación, y de esta manera se desvirtúa la necesidad de intervención estatal<sup>59</sup>. Lo anterior porque, más que para el regulador gubernamental, para el autorregulador es de vital importancia que el mercado funcione de una manera más eficiente<sup>60</sup>.

56 ANGUS CORBETT, "Self-Regulation, CLERP and Financial Markets: A Missed Opportunity for Innovative Regulatory Reform" [1999] UNSWLawJl 5 (1999), 22, *University of New South Wales Law Journal* 506. Ver también: ROBERT GLAUBER (Chairman and CEO, National Association of Securities Dealers), *Self-Regulatory Organizations: Hearing Before the Subcomm on Banking, Housing and Urban Affairs*, 109th Cong, 2006, en [www.finra.org/Newsroom/Speeches/Glauber/P016123], consultada el 2 de abril de 2012.

57 *Report of the Taskforce on Industry Self-Regulation, Industry Self-Regulation in Consumer Markets, Commonwealth of Australia* (agosto de 2000). En [www.treasury.gov.au/documents/1131/PDF/final\_report.pdf].

58 "By 'self-regulatory agencies' we mean bodies, public, private or hybrid in nature, which are involved in one or more of the stages of self-regulation: standard-setting, monitoring and enforcement. Although pure self-regulation is carried out by purely private bodies, these bodies can –for judicial review purposes– be considered 'public' if and in so far as they exercise 'public authority'. At the other end of the spectrum, bodies that are public on formal grounds can, materially speaking, be engaged in regulating their own members and therefore possess some self-regulatory qualities". ZAYËNNE D. VAN HEESSEN-LACLÉ y ANNE C. M. MEUWESE. "The legal framework for self-regulation in the Netherlands", *Utrecht law review*, vol. 3, Issue 2 (December), 2007.

59 STRECK y SCHMITTER, "Community, Market, State - and Associations? The Prospective Contribution of Interest Governance to Social Order", en STRECK y SCHMITTER (eds.), *Private Interest Government: Beyond Market and State* (London: Sage, 1985), 22-25.

60 "Because it is not limited by many of the procedural constraints that bind government activity, the stock exchange can go further in its regulation, setting finer standards for ethical behavior in addition to the bright-line rules the government can set". PHILIP A. WELLONS. "Prototypes of Securities Regulation for Africa: Key Issues", en CAER II (Harvard Institute for International Development), Discussion Paper n.º 47, August 1999, 49. Ver también: ROBERT PITOFSKY, "Self-Regulation and Antitrust", speech given at the DC Bar Association Symposium, Washington, DC (18 February 1998). El documento se puede consultar en [www.ftc.gov/speeches/pitofsky/self4.shtml].



Ahora bien, CUENCA MIRANDA<sup>61</sup>, en consonancia con lo indicado anteriormente, señala que si se destacan tales ventajas no es en modo alguno por su valor intrínseco, sino porque ambas desembocan en una reducción de costes, que abarca fundamentalmente los aspectos siguientes<sup>62</sup>:

a. Menores costos de información (que representan la mayor parte de los costes inherentes a los procesos de formación e interpretación normativa)<sup>63</sup>, como consecuencia del mejor conocimiento por parte de los organismos de autorregulación de la materia regulada<sup>64</sup>.

b. Menores costos de supervisión y sanción, por idéntica razón<sup>65</sup>.

c. Menores costos de modificación de normas, que tienen su origen en la mayor flexibilidad de los procedimientos normativos de los organismos de autorregulación<sup>66</sup>. Parece ser relativamente más sencillo ajustar las normas en el

61 JOSÉ MANUEL CUENCA MIRANDA, "Autorregulación y mercados financieros", ICE Sistema Financiero: Tendencias y novedades, agosto-septiembre de 2001, n.º 801, 123. En [www.estig.ipbeja.pt/~ac\_direito/cuenca.pdf].

62 Ver también: CFA Institute Centre for Financial Market Integrity. "Self-Regulation in Today's Securities Markets Outdated System or Work in Progress?", ISBN 978-1-932495-71-3, 2007. "Proponents of self-regulation expound the benefits of a system that places the responsibility for crafting and enforcing regulations in the very hands of those to be regulated. They believe that such a system is philosophically in keeping with the principles of free market enterprise. This group notes the efficiency of allowing the participants, who are the industry experts, to craft rules that more realistically reflect the issues of the industry, thereby reducing the regulatory burden on market participants. Given the speed with which the global markets move, supporters of self-regulation also cite the benefits of a system whose flexibility allows it to respond to market developments quickly, fostering innovation. They also note the advantages of a system that is basically self-funding, relieving the government of a financial burden".

63 Taskforce on Industry Self-Regulation, *Report on the Industry Self-Regulation in Consumer Markets*, August 2000, Commonwealth of Australia 2000, ISBN 0642 740437.

64 En ese sentido: JOHN CARSON, *Self-Regulation in Securities Markets*. Policy Research Working Paper 5542, The World Bank, Financial and Private Sector Development, Global Capital Markets Department, Securities Markets Group, January 2011.

65 "Self-regulation might also reduce the costs to the state by, for example, saving on enforcement and inspection costs. If effective, self-regulation would reduce the need for regulation and thereby costs without weakening consumer protection. This might lead in time to consumer groups playing a larger role than the regulator in holding companies to account". IAN BARTLE y PETER VASS, "Self-regulation and the regulatory state – A survey of policy and practice", Center for the Study of Regulated Industries, Research Report n.º 17, 2005. Ver también: STAVROS GADINIS, *The top priority of SEC Enforcement? Evidence from actions against broker-dealers*, Harvard and John M. Olin Center for Law, Economics, and Business Fellows, Discussion Paper Series in Investor Protection, Discussion Paper n.º 27, 1/2009.

66 GIOVANNA DE MINICO, "A hard look at self regulation in U.K.", *European Business Law Review*, n.º 1/2006. Ver también: United Nations Conference on Trade and Development, *Expert meeting on the trade and development implications of exchanges*, 3 September 2007; "Model for effective self-regulation", The International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *Financial services and commodity exchanges (part 1)*, item 3: *trade and development implications of commodity*.



interior de un organismo de carácter privado, particularmente por la ausencia de las diferentes instancias que son propias de la regulación estatal y que no deben, en principio, presentarse dentro de un autorregulador<sup>67</sup>. En ese sentido se ha resaltado que al encontrarse el mercado libre de la supervisión del ente gubernamental los organismos de autorregulación tienen la posibilidad de adaptarse rápidamente al cambio y, consecuencia de ello, crear normativas más apropiadas de una forma más eficiente<sup>68</sup>.

d. Menores costos de relación entre los participantes del mercado y el regulador, por cuanto que tales relaciones están presididas por la confianza mutua (frente al recelo y la sospecha que, en esta línea de pensamiento, caracterizan las relaciones con los reguladores estatales)<sup>69</sup>.

Por último, se hace especial énfasis en que mientras los costes de la regulación estatal, con independencia de su mayor o menor magnitud relativa, se sufragan por todos los ciudadanos vía impuestos, por lo general los costes de los regímenes de autorregulación son objeto de interiorización en el correspondiente sector o actividad profesional<sup>70</sup>. De allí que se promueva que la intervención del Estado se dirija a la promoción de lo que algunos denominan gobernanza privada mediante la delegación de las funciones de regulación en entes privados<sup>71</sup>.

## 5.2. ARGUMENTOS EN CONTRA

Como es evidente, cualquier forma de autorregulación, y entre las existentes aquella que se presente particularmente en el mercado público de valores, genera una serie de cuestionamientos y conflictos que reflejan las limitaciones que pueda llegar a tener dicho sistema. En ese sentido es necesario afirmar que si bien los sistemas de autorregulación pueden generar grandes beneficios para el mercado, es evidente que el sistema no es ni será perfecto<sup>72</sup>. Recientemente,

67 United Nations Conference on Trade and Development, *Expert meeting on the trade and development implications of exchanges*, 3 September 2007; "Model for effective self-regulation", The International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *Financial services and commodity exchanges (part I)*, item 3: *trade and development implications of commodity*.

68 NICKLAS LUNDBLAD and ANNA KIEFER, "The Economic Efficiency of Self-Regulation: Two Case Studies", 17<sup>th</sup> BILETA Annual Conference, Free University, Amsterdam (5-6 April 2002). En [[www.bileta.ac.uk/pages/Conference %20Papers.aspx](http://www.bileta.ac.uk/pages/Conference%20Papers.aspx)].

69 *Report of the Taskforce on Industry Self-Regulation, Industry Self-Regulation in Consumer Markets, Commonwealth of Australia* (agosto de 2000). En [[www.treasury.gov.au/documents/1131/PDF/final\\_report.pdf](http://www.treasury.gov.au/documents/1131/PDF/final_report.pdf)].

70 JOSÉ MANUEL CUENCA MIRANDA. "Autorregulación y mercados financieros", ICE Sistema Financiero: Tendencias y novedades, agosto-septiembre de 2001, n.º 801, 123.

71 AVERS & BRAITHWAITE, *Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate* (Oxford, 1992), 4.

72 CFA Institute Centre for Financial Market Integrity. "Self-Regulation in Today's Securities Markets Outdated System or Work in Progress?", ISBN 978-1-932495-71-3, 2007.

las críticas sobre los sistemas de autorregulación han aumentado de manera significativa y en muy buena parte del planeta las bondades de la autorregulación están siendo debatidas. El proceso de integración de las bolsas de valores, el desarrollo de sistemas regulatorios y autoridades financieras más robustas, la consolidación de reguladores y la globalización de los mercados de valores son algunas de las razones por las que el alcance y la efectividad de las normas del mercado público de valores locales y entre ellas la autorregulación han venido perdiendo fuerza<sup>73</sup>. Adicionalmente, la efectividad de todos los sistemas regulatorios en el ámbito financiero se encuentran bajo escrutinio como resultado de la crisis financiera a la que aún nos enfrentamos<sup>74</sup>. Consecuencia de ello, muchas han sido las críticas que hasta la fecha se han arrojado sobre la autorregulación<sup>75</sup>. A continuación nos referiremos a tres de ellas que, estrechamente relacionadas entre sí, consideramos nos permiten elaborar de manera adecuada el panorama general de la materia: la falta de legitimidad, la naturaleza anticompetitiva y la ineficacia<sup>76</sup>.

#### a. Falta de legitimidad

La falta de legitimidad democrática es la idea-fuerza que late en todos los reproches que los juristas han dirigido a la autorregulación, la cual se considera, desde esta perspectiva, bien una manifestación más de la apropiación del

73 United Nations Conference on Trade and Development, *Expert meeting on the trade and development implications of financial services and commodity exchanges (part 1)*, item 3: *trade and development implications of commodity exchanges*, 3 September 2007; "Model for effective self-regulation", The International Organization of Securities Commissions (IOSCO).

74 JOHN CARSON, *Self-Regulation in Securities Markets*. Policy Research Working Paper 5542, The World Bank, Financial and Private Sector Development, Global Capital Markets Department, Securities Markets Group, January 2011.

75 JOSÉ MANUEL CUENCA MIRANDA, "Autorregulación y mercados financieros", ICE Sistema Financiero: Tendencias y novedades, agosto-septiembre de 2001, n.º 801, 123. Ver también: CFA Institute Centre for Financial Market Integrity. "Self-Regulation in Today's Securities Markets Outdated System or Work in Progress?", ISBN 978-1-932495-71-3, 2007.

76 "The decline in self-regulation can also be connected to its weaknesses. One of the most important weaknesses is that self-regulation might lead to collusion and anti-competitive behaviour. Another weakness is the possibility of 'regulatory capture' which involves the control of regulation by parties not pursuing the public interest. Processes of self-regulation might be closed with little participation by outside interests and little accountability through democratic political processes. Another disadvantage is that not all members of a sectoral self-regulatory scheme may subscribe to regulatory standards and the public may be unaware of this (Baldwin and Cave, 1999, 128). Self-regulation also has the perception of being 'soft' and may not achieve its objectives. The experience of local loop unbundling in telecommunications in Britain can be perceived as an example of the failure of self-regulation. In 2000 there was controversy over the lack of access to the local loop - Oftel's initial light touch strategy and the hope of negotiated industry agreements failed and it was pressurised to take a more pro-active role". IAN BARTLE and PETER VASS,

poder político por grupos sociales no elegidos democráticamente ni sujetos a responsabilidad por las posibles desviaciones en el ejercicio de ese poder, bien una forma moderna de corporativismo, ligada a la vieja noción del "derecho de clase" anatematizada por los postulados ideológicos de la revolución francesa<sup>77</sup>.

Así se advierte que un buen número de los organismos de autorregulación (singularmente, los de carácter profesional) se duelen de una escasa legitimidad *ad-intra* respecto de los miembros de la propia profesión, que propicia toda suerte de abusos y conflictos de intereses<sup>78</sup>, los cuales, siendo alarmantes en todo caso, devienen sencillamente intolerables cuando las normas o decisiones de aquellos pueden afectar a terceros ajenos a la profesión en cuestión<sup>79</sup>. La mayoría de autores reconocen los peligros que pueden generar los conflictos de interés que surgen de la dependencia del autorregulador de sus miembros<sup>80</sup>. Así por ejemplo, se afirma que la capacidad o disposición de los organismos de autorregulación para imponer sus normas y para sancionar a sus miembros es siempre limitada. Se señala que las acciones de supervisión y disciplinaria

"Self-regulation and the regulatory state – A survey of policy and practice", Center for the Study of Regulated Industries, Research Report n.º 17, 2005.

77 STAVROS GADINIS, *The top priority of SEC Enforcement? Evidence from actions against broker-dealers*, Harvard and John M. Olin Center for Law, Economics, and Business Fellows, Discussion Paper Series in Investor Protection. Discussion Paper n.º 27, 1/2009.

78 La efectividad de un SRO se puede ver comprometida por la existencia de conflictos de intereses. El regulador debe cerciorarse de que no surge ningún conflicto de intereses a causa del acceso de los SRO a información valiosa sobre los partícipes del mercado (sean o no miembros del propio SRO). El riesgo de que surjan conflictos puede ser acusado si el SRO es responsable tanto de la supervisión de sus miembros como de la regulación de un sector del mercado. Organización Internacional de Comisiones de Valores, "Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores", septiembre de 1998. Ver también STAVROS GADINIS, *The top priority of SEC Enforcement? Evidence from actions against broker-dealers*, Harvard and John M. Olin Center for Law, Economics, and Business Fellows, Discussion Paper Series in Investor Protection, Discussion Paper n.º 27, 1/2009.

79 "Independent SROs face fewer conflicts, but the inherent conflict in members regulating themselves remains. Their conflicts are greater if the organization doubles as a trade association, which creates conflicts between regulating members and advocacy on their behalf. Conflicts of interest are obviously greater for an SRO that is responsible for a wide range of regulatory responsibilities. An exchange that is responsible for market regulation, member business conduct, listing, and clearinghouse operations obviously has greater conflicts to manage than an exchange that has only limited market surveillance and listing functions. This reasoning is behind the reduction in regulatory responsibilities of many for-profit exchanges". JOHN CARSON, *Self-Regulation in Securities Markets*. Policy Research Working Paper 5542, The World Bank, Financial and Private Sector Development, Global Capital Markets Department, Securities Markets Group, January 2011.

80 "Ciertamente existe la posibilidad que el principal y los agentes de una OA lleguen a un acuerdo entre ellos respecto del nivel de vigilancia y la exposición de fraude que puede involucrar transferencias de recursos entre las partes. En este contexto es plausible que dicho acuerdo reduciría la efectividad de la autorregulación, al reducir los incentivos hacia la vigilancia de calidad y la exposición voluntaria de fraude al público". JAVIER NÚÑEZ ERRÁZURIZ, *La autorregulación como concepto regulatorio* (Santiago: Universidad de Chile, 2000), 21.

de los órganos de autorregulación resultan en la imposición de sanciones a no más de unas pocas "manzanas podridas", lo cual genera la sensación de que el sistema es bueno para sus miembros, pero no para los inversionistas<sup>81</sup>. Sin embargo, frente a este problema, WALSH señala que en todo caso el autorregulador siempre estará en capacidad de prevenir esos abusos usando permanentemente sus tribunales y permitiendo siempre una supervisión continua por parte del regulador público<sup>82</sup>.

Es precisamente esta permanente tensión de intereses sobre la que nuestra doctrina asienta la necesidad de una completa separación entre los órganos reguladores y las empresas reguladas<sup>83</sup>. Se afirma así que la neutralidad del regulador, construida sobre la base del principio de separación "reguladores-regulados", es la piedra angular de su fiabilidad, que, a su vez, es esencial para el buen funcionamiento de todo mercado en cuanto suaviza o elimina muchos conflictos, disminuye los costes de transacción, genera seguridad y previsibilidad para la toma de decisiones empresariales, etcétera.

Desde esta perspectiva, la regulación pública es siempre preferible a la autorregulación porque en esta última el riesgo de la "captura del regulador por el regulado" (que se produce cuando algún participante se erige en la principal fuente de información y polo de relación del regulador, adquiriendo con ello la capacidad de influir en sus decisiones) es mucho mayor. Finalmente, algunos autores han denunciado la grave quiebra del principio de separación de poderes a que asistimos cuando, como sucede a menudo, las funciones de los organismos de autorregulación abarcan tanto facultades de producción e interpretación normativas como potestades de supervisión y sanción.

## b. Naturaleza anticompetitiva

Si la falta de legitimidad es el motor de los "iuspublicistas" alzados contra la autorregulación, ha sido la irrefrenable inclinación de esta a restringir la com-

81 MARCEL KAHAN, *Some Problems with Stock Exchange-Based Securities Regulation*, 83 VA. L. REV. 1509, 1511 (1997). Ver también: SAM SCOTT MILLER, *Self-Regulation of the Securities Markets: A Critical Examination*, 42; WASH and LEE L. REV. 853, 855 (1985), quien señala: "While self-regulation may serve the government's budgetary interests, it is arguably more expensive for investors as a whole, as it often entails duplication of regulatory efforts and is plagued by lack of coordination among different self-regulatory bodies with overlapping spheres of competence".

82 JOHN H. WALSH, *Right the First Time: Regulation, Quality, and Preventive Compliance in the Securities Industry*, 1997 Colum. Bus. L. Rev. 165 (1997).

83 "Opponents of a self-regulatory system, dismiss the long-term viability of selfregulation and believe that it is incapable of truly divesting itself of self-interests in favor of the public's good. This group believes that the conflicts inherent in having the regulated regulate themselves doom this system as ultimately impractical at best and grossly self-serving at worst". DARREN SINCLAIR, "Self-Regulation versus Command and Control? Beyond False Dichotomies", *Law & Policy*, vol. 19, n.º 4 (1997).

petencia de una u otra forma el estandarte comúnmente ondeado desde las filas de los estudiosos de la economía. Así, no son pocos los modelos teóricos que predicen cómo algunos agentes del mercado (los más poderosos o los más próximos al regulador) pueden servirse de la autorregulación como instrumento para la obtención de rentas supracompetitivas.

Desgraciadamente, la experiencia parece confirmar la validez de unos y otros. En efecto, no parece posible negar la evidencia de que los organismos de autorregulación profesionales dotados de la potestad exclusiva de conceder licencias u otros títulos habilitantes para el ejercicio de una actividad o profesión han abusado históricamente de dicho poder para impedir la entrada de nuevos competidores<sup>84</sup>. También la formulación de normas deontológicas ha servido en ocasiones para enmascarar prácticas anticompetitivas (fijación de honorarios, restricciones en materia de publicidad, prohibición de determinadas innovaciones resultantes en reducciones de costes, etcétera) tendentes a limitar la competencia en materia de precios.

En resumen, son las propias leyes del mercado (singularmente la búsqueda de rentas y la maximización de beneficios) las que generan el riesgo de que los organismos de autorregulación actúen guiados simplemente por los intereses individuales de sus miembros y en contra del interés público (recuérdese lo que se dijo *supra* sobre los conflictos de intereses y el principio de separación regulador-regulados).

### c. Ineficacia

Otro de los problemas que se han identificado con la actividad de los autorreguladores es su incapacidad o ineficacia al momento de supervisar o monitorear el cumplimiento de sus normas, así como la falta de capacidad para imponer sanciones ejemplarizantes o que tengan un impacto real en el mercado<sup>85</sup>. Así, se señala que los poderes y facultades de los autorreguladores usualmente son de naturaleza contractual y, aunque en algunos casos de orden legal, nunca es suficiente para que esos organismos tengan la posibilidad de imponer sanciones de tipo penal. En el Reino Unido, por ejemplo, esas limitantes evitaron que el London Stock Exchange tuviese la capacidad de enfrenar adecuadamente

84 "The risk of self-regulation as a barrier to entry raises the significant concern of loss of market responsiveness and rising trading costs as the exchange gains monopoly power. In such a circumstance, it may be difficult for an internal self-regulator to act as an impartial arbiter against exchange competition. CFA Institute Centre for Financial Market Integrity". "Self-Regulation in Today's Securities Markets Outdated System or Work in Progress?", ISBN 978-1-932495-71-3, 2007.

85 IAN BARTLE and PETER VASS, "Self-regulation and the regulatory state – A survey of policy and practice" Center for the Study of Regulated Industries, Research Report n.º 17, 2005.

los casos de fraude que llevaron a la implementación de nuevas políticas e instituciones en 1986<sup>[86]</sup>.

A lo anterior agregaremos que los riesgos a los que se encuentran sometidos los mercados de valores de la actualidad son mayores. La industria financiera, en particular, ejemplifica una industria en constante transición. En las últimas décadas los mercados de valores se han tornado electrónicos, internet ha transformado la disponibilidad y negociación de la información, la transferencia global de recursos y la globalización misma han deteriorado la capacidad de los organismos de autorregulación para supervisar a la industria<sup>87</sup>. A lo anterior se agrega la capacidad que tienen los mercados de valores para crear o generar riesgo sistémico. Todo ello les impone a los entes gubernamentales, los autorreguladores y la industria en general la obligación de tener claridad sobre las responsabilidades del regulador público y el autorregulador, incluso delimitando la capacidad de las autoridades correspondientes para adelantar e imponer acciones y sanciones de tipo penal ante los abusos<sup>88</sup>.

### 5.3. LOS INTERROGANTES QUE DEJA LA AUTORREGULACIÓN

Más allá de los argumentos esgrimidos, es evidente que para que la autorregulación tenga los desarrollos y resultados esperados es necesario dar respuesta a una serie de interrogantes que, si bien un buen sector de la doctrina ha tratado de responder, es evidente que no están del todo resueltos. Los argumentos a favor y en contra del sistema que se han esgrimido en el presente escrito nos abren la puerta a una serie de interrogantes que deben ser en todo caso resueltos por los encargados de implementar estos esquemas. En ese sentido los interrogantes planteados se pueden resumir así<sup>89</sup>:

- a. ¿Cuándo es pertinente la adopción de esquemas de autorregulación?
- b. Si se adopta un esquema de autorregulación, nos debemos preguntar: ¿los autorreguladores poseen los incentivos adecuados para llevar a cabo sus funciones fiscalizadoras satisfactoriamente?
- c. ¿Es necesario y conveniente establecer regulación pública paralela que blinde al mercado de los errores u omisiones del autorregulador?

Respecto de la primera pregunta y con el ánimo de aproximarnos a un respuesta a la misma hemos encontrado que la Commonwealth Office of Regulation<sup>90</sup>

86 PHILIP A. WELLONS. "Prototypes of Securities Regulation for Africa: Key Issues", CAER II (Harvard Institute for International Development), Discussion Paper n.º 47, August 1999, 37.

87 *Report of the Taskforce on Industry Self-Regulation, Industry Self-Regulation in Consumer Markets, Commonwealth of Australia* (agosto de 2000). En [www.treasury.gov.au/documents/1131/PDF/final\_report.pdf].

88 International Securities Regulation Report, abril 19, 2000, vol. 12, n.º 4 (January 14, 1999), 2.

89 JAVIER NÚÑEZ ERRÁZURIZ, *op. cit.*, 2.

ha desarrollado el siguiente *checklist* que debe responderse para determinar cuándo la autorregulación es pertinente. Al respecto, la agencia en mención considera que la autorregulación es pertinente cuando:

a. No existen riesgos ni temores de que el interés público pueda verse afectado seria o significativamente por la incapacidad de los organismos de autorregulación para resolver los problemas que enfrentan.

b. Los problemas que se presentan pueden ser resueltos directamente por el mercado autorregulado mismo.

En cuanto a la primera razón, NÚÑEZ<sup>91</sup> señala que habrá de considerarse que el argumento central en favor de la autorregulación es de carácter reputacional: poseer una reputación de proveer bienes y servicios de buena calidad constituye un activo económico que los autorreguladores, como organizaciones maximizadoras de beneficio, deben buscar construir y promover ante los consumidores. Sin embargo, existen legítimas dudas a este respecto, pues debe tenerse presente que la autorregulación constituye, por definición, una situación de *captura regulatoria*, es decir, donde el esquema de regulación es, en principio, determinado por los incentivos privados de los mismos agentes regulados. En este contexto, cabe preguntarse si los intereses reputacionales de los autorreguladores efectivamente podrían conducir a una situación óptima desde el punto de vista social y del mercado.

Respecto de la segunda, es importante señalar que gran parte de la literatura sobre regulación es adversa *a priori* a la superposición de esquemas regulatorios. El argumento suele ser que deben evitarse costos de duplicidad, como también la indefinición de ámbitos de competencia en las tareas regulatorias. Como consecuencia, la recomendación general en la literatura de regulación de calidad es que existirá un espacio para la regulación pública solo si se demuestra que no existen incentivos y mecanismos privados (incluyendo autorregulación) para enfrentar los problemas de información asimétrica, y que en todo caso debe escogerse aquel esquema de regulación que permita resolver el problema al menor costo posible<sup>92</sup>. Ello querría decir que la intervención estatal en los asuntos sujetos a esquemas de autorregulación, y con ello la duplicidad regulatoria, solo se justifican en cuanto se determine que el autorregulador no cuenta con los incentivos o mecanismos adecuados para cumplir adecuadamente con la labor o, a pesar de contar con dichos incentivos, no realiza

90 Citado en: *Report of the Taskforce on Industry Self-Regulation, Industry Self-Regulation in Consumer Markets, Commonwealth of Australia* (agosto de 2000). En [[www.treasury.gov.au/documents/1131/PDF/final\\_report.pdf](http://www.treasury.gov.au/documents/1131/PDF/final_report.pdf)].

91 JAVIER NÚÑEZ ERRÁZURIZ, *op. cit.*, 2.

92 *Ibid.*, 2.



adecuadamente su gestión<sup>93</sup>. Así, se presenta una fuerte tendencia a alejarse de aquellos esquemas de autorregulación controlados por los intermediarios mismos del mercado, para dar paso a instituciones y esquemas de autorregulación independientes de los intermediarios o participantes del mercado. La organización, los esquemas de buen gobierno corporativo y los controles y vigilancia adoptados respecto de dichas instituciones lo demuestran. La creencia de que la regulación del mercado es una función esencial del Estado toma cada día más fuerza y con ella la pérdida de legitimidad de los modelos de autorregulación se hace cada vez más evidente<sup>94</sup>.

Es por eso que los modelos adoptados recientemente por países como Brasil, Colombia, India y Malasia se deben observar con cuidado. El funcionamiento de los mercados en esos países depende en muy buena medida del adecuado funcionamiento de los modelos de autorregulación adoptados, particularmente en países como Colombia donde, como se observará más adelante, la adopción de esquemas de autorregulación ha estado acompañada del debilitamiento o abandono del papel regulador del Estado, tal y como quedó en evidencia durante las recientes crisis de grandes intermediarios del mercado de valores nacional.

## 6. AUTORREGULACIÓN EN EL MERCADO PÚBLICO DE VALORES COLOMBIANO

Una vez analizado el marco general de lo que conocemos como autorregulación, debemos hacer el análisis del modelo o esquema de autorregulación que en Colombia se ha adoptado, particularmente a partir de la expedición de la Ley 964 de 2004. Para el efecto, nos referiremos a los antecedentes de dicha norma, el marco jurídico propuesto y la figura del autorregulador del mercado de valores colombiano. Todo lo anterior, sin dejar de lado el análisis del esquema propuesto, la forma como con el mismo se cumplen o no los parámetros, principios y reglas que hasta ahora hemos enunciado.

93 "The relationship between the self-regulated and the government can be complex and change over time. Some argue that self-regulation is only one form along a continuum and should be able to co-exist with other methods of regulation". DARREN SINCLAIR, "Self-Regulation versus Command and Control? Beyond False Dichotomies", *Law & Policy*, vol. 19, n.º 4 (1997).

94 "Questions have been raised about how effective self-regulation really is in ensuring market integrity and protecting investors. Scandals and regulatory failures leading to reforms in self-regulation are nothing new, but the difference today is that the overall environment is less hospitable for selfregulation, leading more policy makers to question if it is still useful. Today investors' expectations, government scrutiny, and international standards of regulation are higher than ever, which increases pressure on SROs". JOHN CARSON, *Self-Regulation in Securities Markets*, Policy Research Working Paper 5542, The World Bank, Financial and Private Sector Development, Global Capital Markets Department, Securities Markets Group, January 2011.

## 6.1. ANTECEDENTES

Tal y como lo reconoce la doctrina en la materia<sup>95</sup>, en Colombia la autorregulación en el mercado de valores tiene su antecedente más remoto en la creación misma del mercado de valores colombiano<sup>96</sup>, y particularmente la creación de la Bolsa de Bogotá en el año 1928<sup>[97]</sup>. Dicha institución contaba con un órgano social denominado Cámara Disciplinaria cuya misión principal era la de velar por el cumplimiento de las normas internas y el juzgamiento de sus miembros.

Tiempo después se expidió el Decreto 2969 de 1960, norma que consagró en el artículo 3.º formalmente la institución jurídica de la *autorregulación*, e incorporó como funciones y potestades de las bolsas de valores la facultad de crear e imponer normas tendientes a regular la actividad de sus miembros, la potestad de verificar el cumplimiento de las mismas y la facultad de adoptar los correctivos necesarios para que el mercado se desarrollara en condiciones suficientes de seguridad, honorabilidad y corrección<sup>98</sup>. Tal y como se explicó

95 Ver EVER LEONEL ARIZA-MARÍN, "Autorregulación en el mercado de valores en Colombia: análisis de su aspecto disciplinario", *Rev. Maest. Derecho Econ.*, vol. 5, n.º 5, 155-200, enero-diciembre de 2009, Bogotá. Ver también OMAR ALFONSO OCHOA MALDONADO, "Autorregulación del mercado de valores: profundización del mercado o relativización del control estatal", *Revista de Derecho y Ciencias Sociales*, Universidad Nacional de Colombia, n.º 2, enero-diciembre de 2009. Al respecto también: Corte Constitucional, sentencia C-692 de 2007.

96 Hacemos referencia acá a la creación de un mercado organizado.

97 En ese sentido, ARIZA MARÍN señala: "La autorregulación en el mercado de valores colombiano comenzó a ser obligatoria a partir del 8 de julio de 2006, según lo dispuesto en la Ley Marco del Mercado de Valores, Ley 964 de 2005-1. El artículo 25 de dicho ordenamiento estableció esa obligación a cargo de los intermediarios de valores, como condición *sine qua non* para poder operar en el mercado. Hasta ese entonces las entidades que habían contado con esquemas de autorregulación en este sector de la economía eran las bolsas de valores, con un espectro de competencia limitado a las sociedades comisionistas miembros de la respectiva bolsa. Históricamente, por tanto, en Colombia existieron modelos de autorregulación desde la creación de la Bolsa de Bogotá en 1928". EVER LEONEL ARIZA-MARÍN, "Autorregulación en el mercado de valores en Colombia: análisis de su aspecto disciplinario", *Rev. Maest. Derecho Econ.*, vol. 5, n.º 5, 155-200, enero-diciembre de 2009, Bogotá. Ver también OMAR ALFONSO OCHOA MALDONADO, "Autorregulación del mercado de valores: profundización del mercado o relativización del control estatal", *Revista de Derecho y Ciencias Sociales*, Universidad Nacional de Colombia, n.º 2, enero-diciembre de 2009.

98 "Artículo 3. Las bolsas de valores funcionarán en locales suministrados por los respectivos empresarios, y cumplirán especialmente las siguientes funciones: 1. Inscribir, previo el cumplimiento de los requisitos legales, títulos o valores para ser negociados en bolsa. 2. Mantener el funcionamiento de un mercado bursátil debidamente organizado que ofrezca a los inversionistas y negociantes en títulos o valores y al público en general condiciones suficientes de seguridad, honorabilidad y corrección. 3. Establecer la cotización efectiva de los títulos o valores inscritos mediante la publicación diaria de las operaciones efectuadas y de los precios de oferta y demanda que queden vigentes al finalizar cada sesión pública de bolsa. 4. Fomentar las transacciones de títulos y valores, y reglamentar las actuaciones de sus miembros. 5. Velar por el estricto cumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias por parte de sus miembros evitando especulaciones perjudiciales

en el memorando explicativo del Ministerio de Hacienda y Crédito Público<sup>99</sup>, ya para la fecha de expedición del decreto ley el funcionamiento de un mercado bursátil debidamente organizado, que ofreciera a los inversionistas y negociantes en títulos o valores y al público en general condiciones suficientes de seguridad, honorabilidad y corrección, así como la regulación y vigilancia de las actuaciones de sus miembros, constituirían en definitiva los objetivos fundamentales que debe desarrollar una bolsa de valores.

La norma en mención establecía entonces que las bolsas de valores debían reglamentar las actuaciones de sus miembros y velar por el estricto cumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias por parte de los mismos; para el efecto, le otorgó la facultad de suspender o retirar a los mismos cuando aquellos incurrieran en algunas de las conductas del artículo 33 del decreto<sup>100</sup>.

Más adelante, el artículo 2.º de la Ley 27 de 1990 fue más allá en el establecimiento de un sistema organizado de autorregulación y le impuso a las bolsas de valores la obligación de establecer un órgano social de fiscalización y vigilancia de las actividades de sus miembros<sup>101</sup>. Esa norma introducía una serie de modificaciones al régimen societario de las bolsas de valores con el fin de asegurar que pudieran cumplir en mejor forma su función primordial, cual es la de mantener el funcionamiento de un mercado bursátil debidamente organizado. Para el efecto creaba un órgano de fiscalización en el cual, además de la participación de los miembros de la bolsa, exigía la participación razonable y significativa de miembros externos que representaran a los diferentes usuarios del mercado<sup>102</sup>.

Posteriormente, con la promulgación de la Constitución Política de 1991 se consagró como de interés público la actividad bursátil y toda aquella que implica el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del pú-

*para los valores inscritos o para la economía nacional. 6. Ofrecer al público, conforme a los respectivos reglamentos, datos auténticos sobre las entidades cuyos títulos estén inscritos en bolsa. 7. Establecer martillos para el remate público de títulos o valores negociables en bolsa, especialmente de aquellos a que se refiere el artículo 102 de la Ley 45 de 1923".*

99 Memorando explicativo del Ministerio de Hacienda y Crédito Público al Decreto ley 2969 de 1960, en *Antecedentes de las principales normas del mercado público de valores* (Comisión Nacional de Valores de Colombia, 1991), 9.

100 "Artículo 33. [...] La suspensión o el retiro deberán ser decretados por el correspondiente órgano de vigilancia de la bolsa de valores. El superintendente bancario, de oficio o a solicitud de la parte interesada, podrá requerir del mencionado órgano de vigilancia la aplicación de tales sanciones".

101 "Artículo 2.º literal c). *Sus estatutos deberán prever la existencia obligatoria de órganos sociales de dirección (consejo directivo) y de fiscalización y vigilancia de las actividades de sus miembros (Cámara Disciplinaria de la Bolsa)".*

102 Ponencia para primer debate en la Comisión Tercera de la Honorable Cámara de Representantes al proyecto de Ley 225 de 1988, del mercado público de valores, en *Antecedentes de las principales normas* (Comisión Nacional de Valores de Colombia, 1991), 9.

blico<sup>103</sup>, y además se le otorgaron al gobierno amplias facultades para adecuar o transformar a la Comisión Nacional de Valores a la estructura de una nueva superintendencia<sup>104</sup>. En ejercicio de esas facultades, el Gobierno Nacional expidió del Decreto 2739 de 1991, mediante el cual se transformó la antigua Comisión Nacional de Valores en la nueva Superintendencia de Valores, y se le delegó la facultad para establecer cuál sería la participación de los miembros en el Consejo Directivo y en la Cámara Disciplinaria de las Bolsas de Valores y el procedimiento que habría de seguirse para efectos de su elección<sup>105</sup>. 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<sup>106</sup>, 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 de control (Comisión Nacional de Valores, después Superintendencia de Valores)<sup>107</sup>.

En efecto, como lo señala ROSILLO, las tres bolsas de valores que existían en Colombia (Bogotá, Occidente y Medellín) antes de su integración en 2001 incorporaban esquemas de autorregulación a través de cámaras disciplinarias, esquema que posteriormente se introdujo igualmente por la Bolsa de Valores de Colombia con algunos ajustes en términos de buen gobierno corporativo

103 "Artículo 335. Las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos de captación a las 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".

104 "Artículo transitorio 52. A partir de la entrada en vigencia de esta Constitución, la Comisión Nacional de Valores tendrá el carácter de Superintendencia. El Gobierno Nacional dispondrá lo necesario para la adecuación de dicha institución a su nueva naturaleza, sin perjuicio de lo que al respecto podrá disponer el Gobierno en desarrollo de lo establecido en el artículo transitorio 20".

105 "Artículo 3. Funciones. El Presidente de la República podrá delegar en el Superintendente de Valores o en los Superintendentes Delegados de la Superintendencia de Valores, las siguientes funciones: [...] 8. Determinar la participación que los miembros externos habrán de tener en el Consejo Directivo y en la Cámara Disciplinaria de las bolsas de valores y el procedimiento que habrá de seguirse para efectos de la elección de los mismos.

106 "Artículo 11. Profesionalismo. Sin perjuicio de las facultades previstas para la Superintendencia de Valores, las bolsas de valores deberán velar permanentemente por que los representantes legales de las sociedades comisionistas reúnan las más altas condiciones de honorabilidad, profesionalismo e idoneidad en las materias propias del mercado de valores. En desarrollo de este principio y de la facultad de dar posesión a dichos funcionarios, la Superintendencia de Valores podrá exigir que se le acrediten, en cualquier tiempo, dichas condiciones".

107 OMAR ALFONSO OCHOA MALDONADO, "Autorregulación del mercado de valores: profundización del mercado o relativización del control estatal", *Misión Jurídica, Revista de Derecho y Ciencias Sociales*, n.º 2, Universidad Nacional de Colombia, ISSN 1794-600X, enero-diciembre de 2009.

que condujeron a la separación de las funciones de supervisión y disciplina de la administración de la bolsa<sup>108</sup>.

Sin embargo, en consideración a que el mercado colombiano cambió su estructura con el correr de los años, en particular con la aparición de otros intermediarios de valores distintos a las tradicionales sociedades comisionistas de bolsa, se produjo un arbitraje regulatorio entre intermediarios, en la medida en que solo un tipo de ellos –las comisionistas de bolsa– tenían esquemas de autorregulación, mientras que los otros agentes no estaban sometidos a esos esquemas normativos<sup>109</sup>. Lo anterior permitía que, de más de 300 intermediarios registrados en el Registro Nacional de Intermediarios administrado por la entonces Superintendencia de Valores, solo 40 se encontraran sometidos a la autorregulación<sup>110</sup>. Entre otras razones, ello condujo a que con la Ley 964 de 2005<sup>[111]</sup> se hiciera extensiva la obligación de autorregulación a todos los tipos de intermediarios existentes en el mercado y no únicamente a los que formaban parte de una bolsa de valores<sup>112</sup>.

108 MAURICIO ROSILLO ROJAS, "El concepto de autorregulación", en *Doctrina de la autorregulación del Mercado de Valores de Colombia* (Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, 2007), 24.

109 "No sobra mencionar que, por aquella época, las bolsas de valores eran entidades ntuales donde los únicos miembros y accionistas eran las sociedades comisionistas de bolsa, lo cual implicaba que solo se extendía a ellos". MAURICIO ROSILLO ROJAS, "El concepto de autorregulación", *op. cit.*, 21.

110 "Para el momento de la expedición de la Ley 964, en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios de la Superintendencia de Valores se encontraban registrados como intermediarios de valores: 40 sociedades comisionistas de bolsa, 24 bancos, 35 fiduciarias, 6 sociedades administradoras de fondos de inversión, 5 compañías de seguros (generales y de vida), 6 administradoras de fondos de pensiones y cesantías, 91 corredores de valores (personas jurídicas) y 104 fondos mutuos de inversión". EVER LEONEL ARIZA-MARÍN, "Autorregulación en el mercado de valores en Colombia: análisis de su aspecto disciplinario", *Rev. maest. derecho econ.*, Bogotá, vol. 5, n.º 5, 155-200, enero-diciembre de 2009.

111 Con relación a este último aspecto, la exposición de motivos de la Ley 964 alude expresamente a la necesidad de eliminar el "arbitraje regulatorio" que puede surgir por la existencia de normatividades diferentes para quienes actúan en el mercado de valores, "lo que impedirá que entidades que realizan la misma actividad se encuentren sujetas a diferentes regulaciones dictadas por diversas instancias gubernamentales, con lo cual se permitirá que una misma actividad, independientemente del sujeto que la realice y de la entidad gubernamental que la supervise, se desarrolle bajo las mismas condiciones regulatorias, sin crear ventajas artificiales para determinados agentes, las cuales restringen innecesariamente la competencia, restándole eficacia al mercado". Gaceta del Congreso n.º 387 del 23 de julio de 2004.

112 "Colombia's exchanges (now consolidated into one exchange) had a long history of self-regulation of brokers, but an independent SRO was needed to persuade other financial institutions to participate in the self-regulatory system and become SRO members. This is a novel approach in an emerging market, especially because Latin America has historically made limited use of self-regulation". JOHN CARSON, *Self-Regulation in Securities Markets*, Policy Research Working Paper 5542, The World Bank, Financial and Private Sector Development, Global Capital Markets Department, Securities Markets Group, January 2011.

En suma, como lo señala ROSILLO,

la autorregulación se constituyó, entonces, en el mecanismo a través del cual las bolsas de valores cumplieran con su responsabilidad fundamental, consistente en mantener el funcionamiento de un mercado bursátil debidamente organizado, que ofreciera a los inversionistas y al público en general condiciones suficientes de seguridad, honorabilidad y corrección<sup>113</sup>.

## 6.2. MARCO JURÍDICO DE LA AUTORREGULACIÓN EN EL DERECHO COLOMBIANO: LA LEY 964 DE 2005

Con la promulgación de la Ley 964 de 2005 (en adelante también nos referiremos a ella como LMPV) se establece un marco normativo que busca proveer una estructura única de regulación, dando estabilidad jurídica y reglamentando las actuaciones del Gobierno y de los participantes en el mercado de valores. La Ley 964 de 2005, se dice, adopta gran parte de las recomendaciones emitidas por la OCDE en términos de gobierno corporativo en las empresas, incluidas las instituciones proveedoras de infraestructura para el mercado<sup>114</sup>. También incluye las disposiciones y principios de la Organización Mundial de las Comisiones de Valores (IOSCO) sobre la forma en que se deben regular los mercados de valores. Todo con el propósito de lograr una mejor protección de los derechos de los inversionistas, la promoción del desarrollo y la eficiencia del mercado, reforzando la confianza del público en las instituciones que participan en el mismo.

Uno de los temas regulados por la LMPV está relacionado con un marco legal que gira en torno a una regulación y supervisión eficaz, que proteja al inversionista y construya una estructura institucional idónea, sobre el cual se consolide la confianza de los agentes en el mercado. En ese marco normativo la autorregulación se convierte en uno de los pilares fundamentales sobre los cuales girará el funcionamiento del mercado. Concepto al que la ley le otorga no solo un contenido regulador, sino también de autodisciplina y sanción. Es decir, el marco de actuación de los entes de autorregulación a la luz de la LMPV implicará la facultad de crear reglas de obligatorio cumplimiento para los miembros de dichos órganos, la facultad de supervisar la actuación

113 MAURICIO ROSILLO ROJAS, "El concepto de autorregulación", en *Doctrina de la autorregulación del Mercado de Valores de Colombia*, Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, 2007, 21.

114 Al respecto ver CONSTANZA BLANCO BARÓN, "La regulación como herramienta de protección a los inversionistas", en *Con-texto, Revista de Derecho y Economía*, n.º 30. Ver también "Mercado de capitales en Colombia: diagnóstico y perspectivas de su marco regulatorio". Trabajo realizado por ANIF: CARLOS IGNACIO ROJAS (vicepresidente) y ALEJANDRO GONZÁLEZ (investigador), diciembre 2008. En [[http://anif.co/sites/default/files/uploads/BMundialmercadodecapitales09\\_0.pdf](http://anif.co/sites/default/files/uploads/BMundialmercadodecapitales09_0.pdf)].

y cumplimiento de dichas normas por parte de sus miembros, así como la facultad de sancionar la violación de los preceptos normativos elaborados por dichos órganos.

El concepto de autorregulación elaborado por la LMPV incorpora las siguientes características:

### 6.2.1. Es una actividad del mercado público de valores

Tal y como lo señaló el literal h) del artículo 3.º de la LMPV, la autorregulación debe ser entendida como una actividad del mercado público de valores. Tal calificación tiene, a la luz del mismo artículo 3.º, dos consecuencias inmediatas:

a. *Es una actividad que está sujeta al control y supervisión del Estado*<sup>115</sup>. Como es evidente, y así lo establece el parágrafo primero de la norma en mención, en concordancia con los artículos 335, 150-19-d) y 189-24 de la Carta Política, las entidades que realicen la actividad de autorregulación a que se hace referencia en la norma estarán sometidas a la supervisión del Estado<sup>116</sup>. Así se ha entendido que una autorregulación efectiva es y será siempre fruto de un buen control estatal. La supervisión del Estado sobre las actividades del autorregulador se presenta como un elemento esencial en la estructura misma de la autorregulación que le permite a este (el Estado) garantizar que todos los intereses del mercado de valores encuentren una apropiada atención por los organismos de autorregulación<sup>117</sup>. El propósito general de esa intervención será entonces, como se reclama internacionalmente, asegurar que el autorregulador promueva estructuras de gobernanza que permitan la participación

115 "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". OMAR ALFONSO OCHOA MALDONADO, "Autorregulación del mercado de valores: profundización del mercado o relativización del control estatal", *Misión Jurídica, Revista de Derecho y Ciencias Sociales*, n.º 2, enero-diciembre de 2009, Universidad Nacional de Colombia, ISSN 1794-600X.

116 Al respecto la Corte Constitucional ha señalado: "Frente a la actividad bursátil, que interesa a esta causa, la Corte ha sostenido que, tal y como ocurre con la actividad financiera, dicha actividad, por expresa disposición constitucional, es de interés público. Ello significa que el mercado bursátil se encuentra sometido al poder de policía administrativo, es decir, a la inspección, vigilancia y control del Estado través de la Superintendencia de Valores, hoy Financiera de Colombia, la cual debe intervenir para mantener el mercado bursátil debidamente organizado, y velar porque quienes participan en él desarrollen su actividad en condiciones de igualdad, transparencia y no se ponga en peligro ni se lesione el interés público y específicamente el interés de los inversionistas". Sentencia C-692 de 2007.

117 United Nations Conference on Trade and Development, *Expert meeting on the trade and development implications of exchanges*, 3 September 2007; "Model for effective self-regulation", The International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *Financial services and commodity exchanges (part 1)*, item 3: *trade and development implications of commodity*.



de miembros independientes y garantizar que el mismo autorregulador proteja el interés general (público) a través de sus normas y procedimientos<sup>118</sup>.

Esa supervisión tiene diversos desarrollos en la misma LMPV. Al respecto, el literal h del artículo 4.º (Intervención en el mercado de valores) le otorga al Gobierno Nacional la facultad de dictar las normas que desarrollen la autorregulación<sup>119</sup>. Lo anterior, sin perjuicio de la *autonomía* que corresponde a los organismos autorreguladores. A su vez el literal K del mismo artículo le otorga al Gobierno Nacional la facultad para establecer que la mayoría de los miembros del consejo directivo, junta directiva o cámara disciplinaria, según corresponda, de las entidades antes dichas, tendrán la calidad de independientes.

Por su parte, los párrafos 1.º, 2.º, 3.º y 4.º del artículo 25 de la misma ley le otorgan al Gobierno la facultad para señalar los términos y condiciones en que los organismos de autorregulación desarrollarán su actividad, así como la facultad a la extinta Superintendencia de Valores (hoy Superfinanciera) para supervisar el adecuado funcionamiento de los mismos.

Esas facultades se extienden en el artículo 26 de la misma ley que establece los requisitos que se deberán cumplir por los organismos de autorregulación para obtener la autorización para operar<sup>120</sup>, a la vez que el artículo 27 somete

118 IOSCO Technical Committee 2006b, 12.

119 Ley 964 de 2005, artículo 5.º. "Limitaciones a las facultades de intervención. En ejercicio de las facultades de regulación previstas en la presente ley, el Gobierno Nacional no podrá modificar las normas relativas a la estructura del mercado de valores y *commodities*, la constitución, objeto principal, forma societaria, y causales y condiciones de disolución, toma de posesión y liquidación de las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores".

120 "Artículo 26. Requisitos. La Superintendencia de Valores podrá otorgar permiso a un organismo autorregulador cuando cumpla con los siguientes requisitos: a) Contar con el número mínimo de miembros que determine el Gobierno Nacional y demostrar su importancia para el mercado; b) Disponer de los mecanismos adecuados para hacer cumplir por sus miembros y por las personas vinculadas con ellos las leyes y normas del mercado de valores y los reglamentos que la misma entidad expida; c) Contar con un mecanismo de registro de las personas jurídicas y naturales para que sean miembros del organismo autorregulador; d) Demostrar que sus reglamentos prevén mecanismos para que en los diferentes órganos del organismo autorregulador se asegure una adecuada representación de sus miembros, sin perjuicio de que en los mismos se establezca una participación mayoritaria de miembros externos o independientes; e) Demostrar que las normas del organismo autorregulador proveerán una adecuada distribución de los cobros, tarifas y otros pagos entre sus miembros; f) Garantizar que las reglas del organismo autorregulador estén diseñadas para prevenir la manipulación y el fraude en el mercado, promover la coordinación y la cooperación con los organismos encargados de regular y hacer posibles los procesos de compensación y liquidación, procesamiento de información y facilitar las transacciones, así como eliminar las barreras y crear las condiciones para la operación de mercados libres y abiertos a nivel nacional e internacional y, en general, proteger a los inversionistas y el interés público; g) Garantizar que se prevenga la discriminación entre los miembros, así como establecer reglas que eviten acuerdos y actuaciones que vulneren el espíritu y propósitos de la normativa del mercado de valores; h) Demostrar que las normas del organismo autorregulador proveerán

a la aprobación previa de la Superintendencia los reglamentos que expidan dichos organismos. Finalmente, el artículo 30 le otorga la facultad al Gobierno Nacional para promover y ordenar las fusiones, alianzas estratégicas y otro tipo de acuerdos de los organismos de autorregulación con el fin de proteger el interés público y la competitividad del mercado de valores colombiano.

b. *Es una actividad que solo podrán desarrollar sociedades constituidas en Colombia.* Al respecto, el parágrafo 2.º del artículo 3.º de la LMPV señala que "únicamente las entidades constituidas o que se constituyan en Colombia podrán realizar las actividades del mercado de valores a que se refiere el presente artículo".

### 6.2.2. Naturaleza privada

La autorregulación en Colombia ha sido considerada una función de naturaleza privada, no pública. Lo anterior, consecuencia de lo señalado por la Ley 964 de 2005 y los pronunciamientos de la Corte Constitucional que en sentencia C-692 de 2007 señaló lo siguiente:

La autorregulación es, entonces, una institución que tiene su fuente originaria en el campo del derecho privado y que encuentra un claro fundamento de principio en la autonomía de la voluntad privada, entendida esta como la facultad reconocida por el ordenamiento positivo a las personas para disponer de sus intereses con efecto vinculante y, por tanto, para crear derechos y obligaciones, con los límites generales del orden público y las buenas costumbres, para el intercambio de bienes y servicios o el desarrollo de actividades de cooperación.

Es evidente que la autorregulación en su sentido más puro implica el ejercicio de una facultad que es otorgada de manera autónoma y voluntaria por los mismos agentes del mercado. Sin embargo, en el caso concreto del mercado público de valores colombiano no es cierto que esa autorregulación surja, como lo señala equivocadamente la Corte Constitucional, como consecuencia natural de la autonomía y voluntad de los agentes del mercado. Hay que recordar que la autorregulación a partir de la Ley 964 es de carácter obligatorio, según lo dispone el artículo 25 de la norma en mención. Así, habrá de señalarse que, si bien es una actividad ejercida por un organismo de carácter privado, la facultad de autorregularse se presenta como consecuencia de una imposición de carácter puramente legal.

la posibilidad de disciplinar y sancionar a sus afiliados de acuerdo con la normatividad del mercado de valores y sus propios reglamentos. Las sanciones de carácter disciplinario podrán tener la forma de expulsión, suspensión, limitación de actividades, funciones y operaciones, multas, censuras, amonestaciones y otras que se consideren apropiadas y que no riñan con el ordenamiento jurídico legal".

### 6.2.3. Es una actividad de carácter obligatorio

En un sistema de autorregulación "pura" es evidente que los organismos de autorregulación obtienen sus poderes y capacidad respecto de sus miembros gracias al acuerdo de voluntades que determina que estos últimos se obligan voluntariamente a respetar y acatar las decisiones del autorregulador<sup>121</sup>. Sin embargo, en el caso del mercado público de valores y particularmente en el caso del mercado de valores colombiano los poderes regulatorios, de supervisión y sancionatorios devienen en principio del carácter obligatorio que el Estado le ha otorgado a la autorregulación misma.

Así, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 25 de la Ley 964 de 2005, en concordancia con el artículo 1º del Decreto 1565 de 2006, están obligados a autorregularse quienes realicen actividades de intermediación de valores. Es decir, es una actividad de naturaleza privada pero a la cual se encuentran obligados todos aquellos que desarrollen actividades del mercado de valores. De esta manera y con el propósito de solucionar el arbitraje regulatorio entre intermediarios se dio la decisión legislativa de ampliar el marco de autorregulación a todas las personas que desarrollen intermediación de valores, obligándolas a todas, independientemente de su denominación, a autorregularse en los términos de la LMPV<sup>122</sup>. Esa obligación se entiende cumplida "[...] siempre y cuando sobre la actividad de intermediación de valores se surtan en todo momento las funciones normativa, de supervisión y disciplinaria por parte de uno o más organismos de autorregulación de los cuales sea miembro el intermediario de valores [...]".

Teniendo en cuenta lo anterior, tratándose de los intermediarios del mercado de valores, es a ellos a quienes les corresponde asegurarse que sobre la actividad

121 JOHN CARSON, *Self-Regulation in Securities Markets*, Policy Research Working Paper 5542, The World Bank, Financial and Private Sector Development, Global Capital Markets Department, Securities Markets Group, January 2011.

122 Esa decisión, como lo señala la Honorable Corte Constitucional "responde a dos fenómenos vigentes en el actual mercado: (i) que las entidades financieras en general tienen una participación activa en el mercado de valores, no solo como emisarios e inversionistas sino también como intermediarios; y que (ii) la integración de las bolsas en la BVC desmutualizó el mercado, lo que se refleja en que las entidades financieras están autorizadas para comprar y vender valores directamente en los sistemas transaccionales de la bolsa, en especial, en renta fija, que hoy día es el mercado más destacado. Estos hechos mostraban cuál era la situación para el momento de expedición de la ley, en el sentido de que existían muchos agentes pertenecientes al sector financiero tradicional que son intermediarios y que negocian en distintos ámbitos del mercado de valores; lo que a su vez hacía evidente la desigualdad presentada en la actividad bursátil, pues solo algunos de estos estaban obligados a autorregularse –las sociedades comisionistas de bolsa– mientras los demás no –bancos, corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial, fiduciarias, fondos de pensiones y compañías de seguros, entre otros". Sentencia C-692 de 2007.

de intermediación que desarrollen se estén surtiendo las funciones normativa, de supervisión y disciplinaria por parte de un organismo de autorregulación.

Ahora bien, tratándose de la autorregulación sobre actividades distintas a la intermediación de valores, el Gobierno Nacional, en el párrafo segundo del artículo 3 del Decreto 1565 de 2006, modificado por el Decreto 039 de 2009, determinó:

Los organismos autorreguladores podrán adelantar las funciones normativa, de supervisión, disciplinaria y de certificación con relación a cualquier actividad, operación, servicio, producto o participación en mercados que realicen las entidades sujetas a la inspección, vigilancia y control de la Superintendencia Financiera de Colombia o entidades que desarrollen actividades afines al mercado financiero, asegurador y de valores, cuando estas lo soliciten voluntariamente de manera individual o colectiva o cuando la normatividad vigente así lo exija.

Así por ejemplo, en el caso del mercado de divisas, el Banco de la República a través del artículo 22 de la Resolución Externa 4 de 2009 señaló, sin distinción, que los intermediarios del mercado cambiario partícipes de los sistemas de negociación o de los sistemas de registro de operaciones sobre divisas *pueden* “[...] participar en un esquema de autorregulación voluntaria para el mercado de divisas en los términos previstos en el Decreto 1565 de 2006, o las normas que lo adicionen o modifiquen[...]”.

Teniendo en cuenta lo anterior, los sistemas de negociación de divisas o de registro de operaciones sobre divisas no están obligados a vincularse a un organismo de autorregulación, a menos que voluntariamente soliciten a uno de esos organismos que ejerza las funciones normativa, de supervisión, disciplinaria y de certificación, sobre sus actividades u operaciones<sup>123</sup>. De esa manera, si deciden ingresar al sistema, los sistemas de negociación de divisas o de registro de operaciones sobre divisas estarán obligados al cumplimiento de las normas y disposiciones del autorregulador.

#### **6.2.4. Es una actividad de carácter complementario o suplementario**

La autorregulación en el mercado de valores operará siempre bajo autorización, apoyo y supervisión del Estado. La autorregulación, se señala acertadamente, debe ser vista como uno de los instrumentos con los que cuenta el Estado para lograr sus propósito, no el único<sup>124</sup>. Es por ello que la interacción entre el

123 Superintendencia Financiera de Colombia, concepto 2009060605-001 del 16 de octubre de 2009.

124 IAN BARTLE and PETER VASS, “Self-regulation and the regulatory state. A survey of policy and practice”, Center for the Study of Regulated Industries, Research Report n.º 17, 2005.

ordenamiento jurídico estatal y la autorregulación debe ser siempre continua. No es pertinente contar con un sistema normativo donde la autorregulación es la única alternativa o donde dicho sistema anda como rueda suelta de la estructura normativa estatal.

Es por ello que uno de los aspectos más relevantes de los esquemas de autorregulación es el relacionado con la estructura o metodología que adoptan los Estados para ceder a los organismos de autorregulación algunas de sus responsabilidades. En el caso colombiano pareciera que la nueva ley mantuvo el criterio de la autorregulación regulada o de la intervención en la autorregulación, lo cual significa que el Estado, por medio de sus órganos competentes, mantiene las funciones regulatoria y de vigilancia y control sobre la actividad bursátil. La autorregulación se presenta entonces como un mecanismo regulatorio complementario. Al respecto la Corte Constitucional señaló lo siguiente:

La autorregulación en el mercado bursátil no conlleva delegación de funciones públicas, pues se trata en realidad de un sistema complementario de naturaleza privada que contribuye con el Estado en la misión de preservar la integridad y estabilidad del mercado, la protección de los inversionistas y el cumplimiento de la ley, garantizando que esa actividad económica sea justa, eficiente y transparente. Desde este punto de vista, la autorregulación y la regulación estatal no son actividades excluyentes, pues las dos se articulan entre sí con un propósito común<sup>125</sup>.

Ahora bien, con el propósito de mejorar la supervisión de los mercados y hacer más efectiva la represión de las malas prácticas, la Ley 964 de 2005 señaló que la Superintendencia Financiera tendría la facultad para suscribir acuerdos o memorandos de entendimiento con los organismos autorreguladores, todo con el objeto de *coordinar esfuerzos* en materia disciplinaria, de supervisión e investigación. Por su parte, el Decreto Reglamentario 1565 de 2006 establece la necesidad de que la Superintendencia Financiera y los organismos de autorregulación firmen memorandos de entendimiento que tengan como objetivo, entre otros, determinar las actividades de supervisión sobre la actividad en las bolsas de valores y en los sistemas de negociación, y respecto de las cuales el organismo de autorregulación será el encargado de surtir su labor de control y monitoreo permanente, sin perjuicio de que en cualquier tiempo dicha Superintendencia pueda entrar a verificar que estas actividades se desarrollan dentro del marco legal aplicable<sup>126</sup>.

Con esos propósitos, a la fecha de elaboración del presente escrito se han suscrito dos memorandos de entendimiento. El primero de ellos se suscribió el 21 de diciembre de 2006; posteriormente, el 9 de noviembre de 2007, se sus-

125 Sentencia C-692 de 2007.

126 Ley 964 de 2005, artículo 25, parágrafo 5.º.

cribió un segundo memorando de entendimiento, ocasión en la cual se dio un giro a la coordinación entre el AMV y la SFC, ya que se acordó que el AMV fuera el *supervisor de primera línea* en materia de supervisión, investigación y sanción de las conductas de mercado de los intermediarios de valores<sup>127</sup>. En particular, el AMV será *supervisor de primera línea* en cuanto a las infracciones asociadas con conductas y abusos de mercado realizadas en sistemas de negociación o en el mercado mostrador, incluyendo las relacionadas con operaciones de derivados y las infracciones asociadas con conductas y abusos de mercado relacionadas o que se deriven de la relación con los clientes de los intermediarios.

Igualmente, y de acuerdo con lo establecido en el memorando vigente, el AMV también será prioritariamente el encargado de inspeccionar asuntos relacionados con las obligaciones institucionales que deben observar las entidades intermediarias de valores en razón de su actividad en el mercado de valores. Dentro de esas obligaciones institucionales pueden mencionarse, entre otras, el deber de utilización de sistemas de grabación de comunicaciones telefónicas, mensajes de datos y similares; la prohibición de utilizar teléfonos móviles y otros dispositivos de comunicación en las mesas de negociación, y el incumplimiento de obligaciones relacionadas con la debida administración de conflictos de interés, en materias asociadas con la actividad de intermediación de valores<sup>128</sup>.

De otra parte, el memorando señala que la SFC enfocará su gestión en materias relacionadas con la actividad de intermediación de valores que tengan un impacto sistémico, en asuntos de naturaleza prudencial de los intermediarios de valores, debido cumplimiento de la normatividad sobre asuntos contables, ejercicio irregular de la actividad de intermediación de valores, incumplimiento de la normatividad relacionada con lavado de activos, conductas e infracciones que se presenten en el mercado de divisas, las administración de riesgos por parte de los intermediarios de valores, y los demás aspectos no contemplados expresamente en el memorando de entendimiento<sup>129</sup>.

Ahora bien, para hacer efectiva la prevalencia de las funciones de la SFC el párrafo de la sección quinta señala que, cuando el AMV conozca de situaciones que puedan constituir infracciones enmarcadas dentro de aquellas cuyo conocimiento le corresponde a la SFC, procederá a informar de tal situación a la SFC. En el evento que la SFC considere que la situación es prioritaria para su gestión, así lo manifestará al AMV, quien procederá a trasladar la actuación, adjuntando las pruebas relacionadas con el asunto.

127 Sección 5. Criterios y mecanismos para evitar ausencia de gestión o duplicidad de funciones.

128 EVER LEONEL ARIZA-MARÍN, "Autorregulación en el mercado de valores en Colombia: análisis de su aspecto disciplinario", *Rev. maest. derecho econ.*, vol. 5 n.º 5, 155-200, Bogotá, enero-diciembre de 2009.

129 Sección 5.2. Materias en las cuales la SFC enfocará su gestión, en cumplimiento de sus funciones constitucionales y legales.

Por su parte, la sección 5.9 del memorando de entendimiento (Racionalización de funciones) señala que, para evitar la duplicidad de funciones y racionalizar el recurso humano dedicado a la supervisión del mercado de valores, la SFC trasladará al AMV las investigaciones, que correspondan de manera prioritaria a este último y en las que la SFC no haya iniciado actuación administrativa de carácter sancionatorio<sup>130</sup>.

### 6.3. ALCANCE DEL CONCEPTO AUTORREGULACIÓN EN LA LEY 964 DE 2005

El concepto de autorregulación antes referido, y en lo que al mercado de valores se refiere, indica no solamente la facultad regulatoria del mercado. La autorregulación, en su concepción moderna y específicamente en el MPV, implica la facultad de promulgar normas de obligatorio cumplimiento para todos aquellos que desarrollan las actividades propias del mercado, y a su vez incorpora la facultad de revisar y velar por la debida aplicación de esas normas<sup>131</sup>. Esto implica el monitoreo a los reportes financieros o cualquier otro seguimiento de operaciones; la vigilancia de la actividad de intermediación de valores en los mercados; la promulgación de estándares mínimos para acceder al mercado en calidad de emisor; la investigación de potenciales violaciones a la normatividad, y la ejecución de procesos disciplinarios. Más recientemente se le ha incorporado a la autorregulación la función de validar los estándares técnicos y de idoneidad de las personas naturales que interactúan en el mercado<sup>132</sup>. Así, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 24 de la Ley 964 de 2005, la autorregulación del mercado de valores comprende el ejercicio de las funciones normativa, de supervisión, disciplinaria y de certificación.

A continuación nos referiremos brevemente a esas funciones o facultades:

#### a. La función de regulación o normativa

Como es evidente, los organismos de autorregulación poseen funciones de regulación, las cuales varían de país a país. Esa función se comparte con el re-

130 Igualmente se señala que la SFC podrá trasladar al AMV las quejas que versan sobre temáticas que correspondan prioritariamente a este último. Así mismo, establecerá los mecanismos de seguimiento a las investigaciones y quejas trasladadas y velará por el ejercicio de las funciones supervisora y disciplinaria llevadas a cabo por el AMV en relación con dichos casos.

131 En ese sentido, United Nations Conference on Trade and Development, *Expert meeting on the trade and development implications of exchanges*, 3 September 2007; "Model for effective self-regulation", The International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *Financial services and commodity exchanges (part 1)*, item 3: *trade and development implications of commodity*.

132 JORGE CASTAÑO GUTIÉRREZ, "Autorregulación y autorregulador: cómo el autorregulador contribuye a la construcción de un marco institucional eficiente en el mercado de valores colombiano", en *Cinco años de la Ley 964 de 2005: ¿se están cumpliendo los objetivos?* (Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2011), 131.



gulador estatal. Las reglas del mercado usualmente abarcan todo lo relacionado con la protección de la integridad del mercado mismo, normas de conductas de los participantes de ese mercado y las reglas de negociación de valores. En el caso de la autorregulación, la facultad que se les otorga a los organismos de autorregulación usualmente está encaminada a permitirles a estos organismos establecer los requisitos de entrada o registro de intermediarios, reglas de conducta y el cumplimiento de los requerimientos de capital, entre otros<sup>133</sup>.

En el caso colombiano, el artículo 24 de la LMPV (Ámbito de la autorregulación) estableció que la autorregulación consiste, entre otras actividades, en la adopción de normas para asegurar el correcto funcionamiento de la actividad de intermediación. Como se observa, la norma en mención no limita de manera concreta el alcance de las normas que podrán emitir los organismos de autorregulación. El ámbito o alcance de las normas que podrán proferir los autorreguladores a la luz del artículo 24 en mención es bastante amplio; al decir que los autorreguladores podrán emitir normas para *asegurar el correcto funcionamiento de la actividad de intermediación*, se les está permitiendo un amplio espacio para regular en todas y cada una de las materias que abarcan o conforman el mercado de valores.

Esa facultad regulatoria, como es evidente, estará sujeta siempre al control estatal, de allí que las normas proferidas por el autorregulador estén sujetas a la aprobación previa de la Superintendencia Financiera de Colombia<sup>134</sup>, quien en todo caso deberá verificar, de acuerdo con lo que establece el artículo 26 de la misma ley que con las mismas se logre garantizar la prevención de la manipulación y el fraude en el mercado, se promueva la coordinación y la cooperación con los organismos encargados de regular y hacer posibles los procesos de compensación y liquidación, procesamiento de información y facilitar las transacciones, así como eliminar las barreras y crear las condiciones para la operación de mercados libres y abiertos a nivel nacional e internacional y, en general, proteger a los inversionistas y el interés público. Es decir, el autorregulado se encuentra facultado legalmente para imponer normas que provean por un mercado transparente, pero siempre bajo la supervisión y aprobación previa de la Superintendencia Financiera de Colombia.

En ese mismo sentido, el Decreto 1565 de 2006, en su artículo 19, precisó el alcance de la función normativa al señalar:

[...] los organismos autorreguladores establecerán normas acerca de la conducta de los intermediarios del mercado de valores y de las personas vinculados a estos, definición de prácticas, usos, aspectos éticos y, en general, todas aquellas reglas dirigidas a la protección del inversionista y a la integridad del mercado, relacionadas con la actividad de intermediación de valores [...].

133 JOHN CARSON, *op. cit.*

134 Ley 964 de 2005, artículo 28. También Decreto 1565 de 2006, artículo 19. *Función normativa de los organismos de autorregulación.*

Ahora bien, esa facultad de regular a la que nos hemos referido se encontraba en principio sujeta a la expedición de normas concretas sobre el mercado de valores. Sin embargo, también se ha extendido a aquellas actividades diferentes a las del mercado de valores. Es así como el párrafo segundo del artículo 3.º, modificado por el Decreto 039 de 2006, dispuso que los organismos de autorregulación estaban facultados para

[...] adelantar las funciones normativa, de supervisión, disciplinaria y de certificación con relación a cualquier actividad, operación, servicio, producto o participación en mercados que realicen las entidades sujetas a la inspección, vigilancia y control de la Superintendencia Financiera de Colombia o entidades que desarrollen actividades afines al mercado financiero, asegurador y de valores, cuando estas lo soliciten voluntariamente de manera individual o colectiva o cuando la normatividad vigente así lo exija [...].

De igual manera, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 22 de la Resolución Externa 4 de 2009, el Banco de la República en su calidad de máxima autoridad cambiaria determinó: "Los intermediarios del mercado cambiario partícipes de los sistemas de negociación o de los sistemas de registro de operaciones sobre divisas, podrán participar en un esquema de autorregulación voluntaria para el mercado de divisas en los términos previstos en el Decreto 1565 de 2006, o las normas que lo adicionen o modifiquen". Por su parte, el párrafo del artículo mencionado dispuso que corresponde a los organismos de autorregulación en divisas "[...] determinar los alcances y manera de dar cumplimiento a los principios estipulados en el Capítulo IX de la presente resolución, reconociendo las prácticas comerciales propias del mercado de divisas [...]". En cumplimiento de lo anterior el AMV promulgó su Reglamento de Divisas.

En desarrollo de la facultad normativa el AMV expidió su propio reglamento en cuyo artículo 6.º se estableció que el AMV cumplirá la función normativa mediante la expedición de reglamentos de autorregulación<sup>135</sup>. Reglamentos de autorregulación en los que, de acuerdo con lo estipulado en el artículo 6.º citado, deberán adoptarse las normas acerca de la conducta de los sujetos de autorregulación, definición de sanos usos, prácticas, aspectos éticos, conflictos de interés y, en general, todas aquellas reglas dirigidas a la protección del inversionista, a la integridad del mercado de valores, relacionadas con la actividad de intermediación de valores<sup>136</sup>. En el mismo sentido, se ha adoptado un Reglamento de autorregulación voluntaria en divisas.

135 En concordancia con lo señalado en el artículo 28 LMPV.

136 Tales reglamentos contendrán como mínimo los siguientes temas: a. Normas que deben observar los miembros en el desarrollo de su actividad de intermediación en el mercado de valores; b. Desarrollo de las normas legales y reglamentarias que emitan las autoridades públicas, los administradores de mercados, que deban cumplir los miembros en el desarrollo de su actividad de intermediación de valores; c. Estándares de conducta para llevar a cabo

## b. La función de supervisión

Consiste en la creación de esquemas de monitoreo y vigilancia de las actividades y operaciones realizadas por los intermediarios con el propósito de verificar si están cumpliendo los reglamentos y demás normas del mercado de valores<sup>137</sup>. En el caso colombiano, el artículo 20 del Decreto 1565 de 2006 señaló que la función de supervisión de los organismos de autorregulación consiste en la verificación del cumplimiento de las normas del mercado de valores relativas a la actividad de intermediación, los reglamentos expedidos por los organismos de autorregulación respectivos y los reglamentos de las bolsas de valores, los sistemas de negociación y los sistemas de registro, a través de metodologías y procedimientos de reconocido valor técnico.

Esa labor de supervisión, de acuerdo con lo señalado en el artículo 20 en mención, puede ser desarrollada, por lo menos, a través de las siguientes herramientas:

a. Monitoreo del mercado cuyas operaciones se realizan por medio de sistemas y plataformas de negociación de las bolsas de valores y sistemas de negociación, así como de las operaciones realizadas en el mercado mostrador que sean objeto de registro.

b. Establecimiento y cumplimiento de un plan periódico de visitas selectivas a los miembros.

c. Evaluación de la información y documentos remitidos por sus miembros según lo dispuesto en los reglamentos del organismo de autorregulación, y

d. Planes de ajuste y actividades de gestión preventiva.

Ahora bien, en el caso concreto del AMV, como ya lo hemos mencionado, el 9 de noviembre de 2007 se suscribió un memorando de entendimiento en el que

la actividad de intermediación de valores; d. Obligaciones y deberes para con los clientes en desarrollo de la actividad de intermediación de valores; e. Procedimientos, condiciones y requisitos relacionados con la admisión de miembros y el registro de personas naturales vinculadas; f. Funcionamiento de los órganos administrativos y disciplinarios de AMV; g. Establecimiento de estándares y procedimientos para el desarrollo de las funciones de supervisión y disciplina; h. Procedimiento que debe seguirse para la investigación y sanción de los sujetos pasivos del proceso disciplinario; i. Aspectos relacionados con la prevención de la manipulación y el fraude en relación con la actividad de intermediación de valores; j. La forma, procedimientos, requisitos y demás aspectos relacionados con el ejercicio de la función de certificación de las personas naturales que pretendan inscribirse en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores; k. Las demás que sean necesarias de conformidad con la normatividad aplicable.

137 "In the most complete form of self-regulation, an SRO has the authority to establish rules of conduct for its members or participants and to supervise compliance with, as well as enforce, those rules. This authority is usually based on law or delegation of power by a statutory regulator, but it may also be based on a contract with regulated firms". JULIA BLACK, "Constitutionalising Self-Regulation", *The Modern Law Review*, 1996 (MLR 59:1, January).

se acordó que el AMV sería el *supervisor de primera línea* en materia de supervisión, investigación y sanción de las conductas de mercado de los intermediarios de valores. En particular, el AMV es *supervisor de primera línea* en cuanto a las infracciones asociadas con conductas y abusos de mercado realizadas en sistemas de negociación o en el mercado mostrador, incluyendo las relacionadas con operaciones de derivados y las infracciones asociadas con conductas y abusos de mercado relacionadas o que se deriven de la relación con los clientes de los intermediarios.

Para el efecto, en el Reglamento del AMV (artículo 10) se dispuso que la función de supervisión se ejerza mediante la realización de las actividades que se consideren apropiadas para cumplir con tal fin, como las siguientes:

a. Seguimiento al comportamiento del mercado de valores y a las actividades de intermediación de los sujetos de autorregulación.

b. Monitoreo y vigilancia de las transacciones realizadas en los diferentes sistemas de negociación en donde actúen los sujetos de autorregulación, así como las operaciones celebradas en el mercado mostrador que sean objeto de registro.

c. Diseño y ejecución de visitas generales o selectivas a los sujetos de autorregulación, al igual que adelantar visitas especiales a dichos sujetos, en relación con sus actividades de intermediación en el mercado de valores.

d. Requerimiento de información a los sujetos de autorregulación y a terceros, por cualquier medio, en relación con la celebración de operaciones en el mercado de valores y otras formas de intermediación en dicho mercado.

e. Evaluación de las quejas presentadas por los sujetos de autorregulación, clientes de estos y terceros y adelantar las averiguaciones necesarias.

f. Diseño e implementación de sistemas de alertas para identificar operaciones irregulares celebradas o registradas en el mercado de valores.

g. Celebración de planes de ajuste y desempeño con el fin de elevar los estándares de conducta y operación en el mercado de valores.

h. Llevar a cabo una gestión de supervisión preventiva con el fin de evitar la ocurrencia de infracciones.

### c. La disciplinaria

Tiene como propósito sancionar las malas prácticas de mercado y a los infractores de las normas establecidas. Como lo señala ARIZA-MARÍN<sup>138</sup>,

en un esquema de autorregulación es fundamental prevenir y reprimir las malas prácticas de mercado. Lo ideal es que la mayoría de esas prácticas se contrarresten con políticas efectivas en materia de prevención y educación a los propios

138 EVER LEONEL ARIZA-MARÍN, *op. cit.*

intermediarios y a las personas naturales vinculadas a los mismos, como también a los inversionistas. Así mismo, se espera que el cumplimiento de las normas establecidas derive de la propia responsabilidad que deben sentir los autorregulados para proteger voluntariamente los bienes públicos que involucra el ejercicio de su actividad. No obstante, cuando la internalización voluntaria de responsabilidad, o las medidas de prevención y educación no producen los efectos esperados, hay que proceder a sancionar a los infractores, pues no de otra forma puede garantizarse el adecuado funcionamiento del mercado. Esto explica por qué la función disciplinaria es esencial en cualquier esquema de autorregulación, dado que es la forma drástica de preservar la estabilidad del mismo.

De esa manera, la Ley 964 de 2005 señaló en su artículo 29 que, en ejercicio de la función disciplinaria, los organismos de autorregulación deberán establecer los procedimientos e iniciar de oficio o a petición de parte las acciones disciplinarias por el incumplimiento de los reglamentos de autorregulación y de las normas del mercado de valores, decidir sobre las sanciones disciplinarias aplicables e informar a la Superintendencia Financiera de Colombia sobre las decisiones adoptadas en materia disciplinaria. De igual manera se estableció que quien ejerza funciones disciplinarias podrá decretar, practicar y valorar pruebas, determinar la posible responsabilidad disciplinaria de las personas investigadas dentro de un proceso disciplinario, imponer las sanciones disciplinarias establecidas en los reglamentos, garantizando en todo caso el derecho de defensa y el debido proceso.

A su vez el artículo 21 del Decreto 1565 de 2006 señaló que *la función disciplinaria a la que hacemos referencia se podrá referir tanto a los intermediarios de valores como a las personas naturales vinculadas a estos*. Igualmente se señala que los organismos de autorregulación que adelanten la función disciplinaria deberán contar con un órgano disciplinario, el cual será encargado de las funciones de decisión<sup>139</sup>.

Al respecto, el artículo 11 del Reglamento del AMV señala que la función disciplinaria consiste en la investigación de hechos y conductas con el fin de determinar la responsabilidad por el incumplimiento de la normatividad aplicable, así como el juzgamiento de las mismas, mediante la realización de las siguientes actividades:

- a. Instrucción de procesos disciplinarios, incluyendo, entre otros, la solicitud formal de explicaciones, el decreto, práctica y recaudo de pruebas, la evaluación de las explicaciones y la formulación de los cargos.
- b. Adelantar las investigaciones que se requieran, en relación con las actividades de intermediación por parte de los sujetos de autorregulación.
- c. Requerimiento de información a los sujetos de autorregulación y a terceros que sea necesaria en desarrollo de investigaciones y procesos disciplinarios.

139 Artículo 22.

d. La negociación y suscripción de acuerdos de terminación anticipada.

e. Las funciones de juzgamiento a cargo del Tribunal Disciplinario, mediante la imposición de las sanciones a que haya lugar.

f. Todas las demás gestiones relacionadas con la iniciación, trámite y finalización de procesos disciplinarios, así como cualquier otra asociada con las actividades anteriormente referidas.

A la fecha de presentación de este escrito el AMV había impuesto 174 sanciones, de las cuales se impusieron 140 a personas naturales y tan solo 34 a personas jurídicas<sup>140</sup>.

#### d. Función de certificación

Finalmente, con posterioridad a la expedición de la Ley de Valores, a los organismos autorreguladores se les asignó adicionalmente la función de certificación<sup>141</sup>, la cual comprende dos aspectos: por una parte, la realización de exámenes de idoneidad profesional a quienes aspiren a realizar actividades de intermediación como personas naturales vinculadas a los intermediarios de valores y, por la otra, la verificación de antecedentes de dichas personas con el propósito de determinar si no están incurso en alguna de las causales establecidas en la ley para negar la certificación.

## 7. INSTITUCIONES U ORGANISMOS DE AUTORREGULACIÓN: EL CASO DEL AUTORREGULADOR DEL MERCADO PÚBLICO DE VALORES

### 7.1. LA NATURALEZA DE LOS ORGANISMOS DE AUTORREGULACIÓN Y EL AMV

En términos generales, podremos definir los organismos de autorregulación del mercado de valores como aquellas instituciones de carácter privado que desarrollan las funciones de autorregulación que les han sido asignadas por el Estado<sup>142</sup>. Instituciones que, como se ha expresado, combinan el desarrollo de funciones que en principio le han sido otorgadas a un ente gubernamental bajo la estructura e intereses de una institución privada<sup>143</sup>.

140 Información obtenida de [www.amvcolombia.org.co/index.php?pag=home&id=3|159|0] el 10 de mayo de 2012.

141 Toda la normativa relativa a la certificación de profesionales del mercado de valores puede consultarse en los decretos 3139 de 2006 y 4668 de 2007. Para el caso particular de AMV, las disposiciones atinentes a este tema se encuentran recogidas en el libro 4 del Reglamento.

142 JOHN CARSON, *op cit*.

143 JULIA BLACK, "Constitutionalising Self-Regulation", *The Modern Law Review*, 1996 (MLR 59:1, January).

En el caso colombiano, tal y como lo establece la LMPV, los organismos de autorregulación serán los que, en los términos y condiciones que se imponen en la misma<sup>144</sup>, realicen la actividad de autorregulación en Colombia. Si bien, de acuerdo con lo previsto en el artículo 25<sup>145</sup> de la norma en mención, dicha facultad se le otorgó a una diversidad de instituciones<sup>146</sup>, en Colombia se optó por la creación de un nuevo organismo independiente dedicado a la actividad de autorregulación, denominado el Autorregulador del Mercado de Valores<sup>147</sup>. Ese modelo, como lo señala CASTAÑO<sup>148</sup>, surgió como consecuencia de las recomendaciones hechas por el proyecto First Initiative<sup>149</sup>, en el cual se consideró que independientemente de la posibilidad de tener más de un autorregulador, teniendo en cuenta el tamaño y las particularidades del mercado colombiano, la mejor opción para el país radicaba en establecer un único ente autorregulador, independiente de las bolsas de valores y sistemas de negociación, que tuviera la potencialidad de cubrir la totalidad de los intermediarios del mercado, tomando como base el modelo que hasta la fecha se había implementado en la Bolsa de Valores de Colombia<sup>150</sup>.

144 Los requisitos de funcionamiento se encuentran previstos en el artículo 26 de la Ley 964 de 2005.

145 "Artículo 25. Obligación de autorregulación. Quienes realicen actividades de intermediación de valores están obligados a autorregularse en los términos del presente capítulo. Estas obligaciones deberán atenderse a través de cuerpos especializados para tal fin. Podrán actuar como organismos autorreguladores las siguientes entidades: a) Organizaciones constituidas exclusivamente para tal fin; b) Organizaciones gremiales o profesionales; c) Las bolsas de valores; d) Las bolsas de productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*; e) Las Sociedades Administradoras de Sistemas de Negociación a que se refiere la presente ley".

146 Posteriormente, mediante el Decreto 1565 de mayo 19 de 2006, "por el cual se dictan disposiciones para el ejercicio de la actividad de autorregulación del mercado de valores", el Gobierno Nacional reiteró qué entidades pueden actuar como organismos de autorregulación, estableciendo las condiciones y requisitos que deben cumplir para adelantar dicha función.

147 Información obtenida de [[www.amvcolombia.org.co/index.php?pag=home&id=11010](http://www.amvcolombia.org.co/index.php?pag=home&id=11010)] el 5 de enero de 2012.

148 En este estudio se propuso para Colombia la adopción del modelo de cooperación en la autorregulación. En esta línea, y basados en la experiencia internacional, el principal énfasis de la construcción del modelo estaba dado por el establecimiento de fuertes niveles de gobierno corporativo en el interior del organismo autorregulador. JORGE CASTAÑO GUTIÉRREZ, *op. cit.*, 131.

149 First Initiative, *Report Self-Regulation in Colombian Securities Markets: Analysis and Recommendations*, Colombia, CSRN: 53. R349 Colombia Enhancement of the Capital Market Self-Regulatory System, 2006.

150 "Member or 'Independent SROs' that are not market operators are important in some countries, notably the United States, Canada, Japan, and the Republic of Korea. Those SROs are structured as membership organizations of securities dealers, although, in most cases today, their corporate governance is designed to limit member control of the SRO and the associated conflicts of interest. Such SROs have full-fledged SRO powers, including rule-



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<sup>151</sup>.

Por disposición de la Ley 964 los organismos de autorregulación, y en nuestro caso el AMV, están sometidos a la supervisión estatal<sup>152</sup>, en este caso realizada por la Superintendencia Financiera de Colombia<sup>153</sup>. Esta supervisión implica la verificación de que dichos organismos cumplan con las normas que rigen la autorregulación. Adicionalmente, como manifestación de la intervención estatal en la autorregulación, la SFC autoriza previamente los reglamentos de los organismos de autorregulación y sus modificaciones<sup>154</sup>.

## 7.2. ESTRUCTURA Y FUNCIONAMIENTO

La naturaleza de los organismos de autorregulación ha evolucionado sustancialmente en aras de abandonar el viejo modelo según el cual los miembros del mismo mercado adoptaban directamente y sin restricción alguna las decisiones sobre la forma como debía ser administrado el autorregulador. Hoy las funciones del autorregulador son vistas como de naturaleza cuasipública, o paraestatal en palabras de SILVA GARCÍA<sup>155</sup>, por lo que la participación de los

making, supervision, and enforcement functions. Independent SROs do not own or operate an exchange or marketplace, although they often regulate markets as well as their member intermediaries. Some independent SROs also have a dual role as regulators and industry associations representing their members' interests. Others play a role in administering over-the-counter (OTC) markets, particularly for debt securities – for example, the JSDA in Japan and Brazil's ANBIMA". JOHN CARSON, *op. cit.*

151 OMAR ALFONSO OCHOA MALDONADO, "Autorregulación del mercado de valores: profundización del mercado o relativización del control estatal", Misión Jurídica, *Revista de Derecho y Ciencias Sociales*, n.º 2, Universidad Nacional de Colombia, ISSN 1794-600X, enero-diciembre de 2009.

152 "Artículo 25. Obligación de autorregulación. [...] Parágrafo 4.º. La Superintendencia de Valores, en los términos que establece la presente ley, supervisará el adecuado funcionamiento de los organismos de autorregulación".

153 EVER LEONEL ARIZA-MARÍN, *op. cit.*

154 Ley 964 de 2005, artículo 28. "Reglamentos. Los organismos autorreguladores deberán adoptar un cuerpo de normas que deberán ser cumplidas por las personas sobre las cuales tienen competencia. Este cuerpo de normas deberá quedar expresado en reglamentos que serán previamente autorizados por la Superintendencia de Valores, serán de obligatorio cumplimiento y se presumirán conocidos por quienes se encuentren sometidos a los mismos".

155 "La tesis del carácter paraestatal de los organismos de autorregulación en Colombia se puede sustentar sosteniendo que estos colaboran con las autoridades en el mantenimiento

miembros o participantes del mercado en dichas instituciones se han reducido significativamente en las últimas dos décadas<sup>156</sup>.

Así, en la gran mayoría de ordenamientos los organismos de autorregulación deben demostrar que cumplen con los requisitos legales en materia de gobierno corporativo para obtener su autorización de operación, a la vez que sus decisiones estarán siempre sometidas a la supervisión y revisión del ente gubernamental competente<sup>157</sup>. Estas exigencias tienen como propósito fundamental mitigar el riesgo inherente a los conflictos de interés en el mercado de valores. En el mundo actual no se puede concebir una institución que regule y supervise a un grupo de individuos cuando ellos mismos (los destinatarios de la regulación y la supervisión) son los que establecen las reglas de juego y el gobierno del autorregulador.

En el caso colombiano, como ya se ha mencionado, la estructura del Autorregulador del Mercado de Valores es de origen legal. En ese sentido, el Gobierno Nacional en uso de las facultades otorgadas por el artículo 4.º (Intervención en el mercado de valores) de la Ley 965 de 2005, mediante el artículo 7.º del Decreto 1565 de 2006<sup>[158]</sup> señaló que los organismos de auto-

de la disciplina del mercado y que para el logro de ese objetivo el propio legislador le impone tinte de obligatoriedad a la autorregulación en la intermediación de valores, y asume además, como si se tratara de la propia ley, que las normas de autorregulación son conocidas por aquellos a quienes se les aplican, prevé la posibilidad de que las pruebas recaudadas en una actuación del organismo de autorregulación tengan valor en una actuación adelantada por la autoridad de supervisión y también al contrario y, así mismo, fija principios orientadores que habrán de guiar las actuaciones disciplinarias de los organismos de autorregulación". FERNANDO SILVA GARCIA, "Anotaciones sobre la autorregulación en Colombia...". *op. cit.*, 377.

156 "Today, SROs are run by executive management teams and operated mainly by professional staff with specialized knowledge and expertise. Members' involvement in the internal administration of SROs is limited – mainly to participation in corporate governance and policy development. Therefore the division of responsibilities between the board of directors and management is an important element of corporate governance. Boards are now mainly responsible for strategy, corporate policy and supervision of management, consistent with the functions of boards of public companies. In the past, SRO boards were usually heavily involved in operations". JOHN CARSON, *Self-Regulation in Securities Markets*, *op. cit.*

157 "The inclusion of both public representatives and industry professionals on an SRO'S governing body and public participation in deliberations pertaining to regulatory policy and rulemaking, can also provide the foundation for an open organization. In some jurisdictions, SROs prepare regulatory plans that are submitted to their statutory regulator and made available to the public. These regulatory plans describe the SRO'S regulatory objectives, what the SRO intends to do in the next year, how it will do it and what it will cost. The SRO'S plans should take into account a cost-benefit analysis". United Nations Conference on Trade and Development, *Expert meeting on the trade and development implications of exchanges*, 3 September 2007, "Model for effective self-regulation", The International Organization of Securities Commissions (IOSCO). *Financial services and commodity exchanges (part 1)*, item 3: *trade and development implications of commodity*.

158 Recogido por el Decreto 2555 de 2010 (julio 15), artículo 11.4.2.1.3.

rregulación constituidos deberán tener una organización que contemple por lo menos lo siguiente:

- a. Una asamblea de miembros<sup>159</sup>;
- b. Un consejo directivo<sup>160</sup> y un presidente<sup>161</sup>, y
- c. Tratándose de las entidades que decidan desarrollar funciones disciplinarias, deberán contar, además, con un órgano disciplinario.

El marco regulatorio propuesto busca asegurar la independencia y apropiada gestión de los posibles conflictos de interés. Es por esa razón que la norma del artículo 9.º del Decreto 1565 de 2006 establece que el consejo directivo del autorregulador debe contar con representantes y directores independientes, procurando que el número de directores independientes sea mayor o igual al de no independientes. En todo caso, ambos con la prohibición expresa de intervenir en las investigaciones en curso<sup>162</sup>. En ese mismo sentido, la cláusula 24 de los Estatutos del AMV y la Cláusula 17 del Código de Buen Gobierno Corporativo del mismo señalan que el Consejo Directivo contará con 5 miembros independientes<sup>163</sup>.

No obstante lo anterior, al analizar la información suministrada por el AMV encontramos que al 5 de noviembre de 2014 el AMV cuenta con un Consejo Directivo integrado por 5 directores independientes y 5 directores de la indus-

159 Decreto 2555 de 2010, artículo 11.4.2.1.4 (artículo 8.º Decreto 1565 de 2006). Asamblea de miembros.

160 Artículo 11.4.2.1.5 (artículo 9.º Decreto 1565 de 2006). "Integración del consejo directivo de los organismos de autorregulación. La integración de los consejos directivos de los organismos de autorregulación se sujetará a las siguientes reglas: a) Con el objetivo de asegurar la independencia y la apropiada administración de los conflictos de interés, así como la representación de los miembros del organismo de autorregulación, el consejo directivo deberá estar conformado por directores representantes de los miembros y por directores independientes. El número de directores independientes debe ser igual o mayor al número de aquellos no independientes; b) Todos los directores deben ser elegidos para periodos fijos escalonados, de tal manera que no se modifique en ningún caso la totalidad del consejo directivo en un solo momento; c) El presidente del organismo de autorregulación hará parte del consejo directivo, el cual asistirá con voz pero sin voto".

161 Artículo 11.4.2.1.7 (artículo 11 Decreto 1565 de 2006). "Presidente del organismo de autorregulación. Los organismos de autorregulación tendrán un presidente nombrado por el consejo directivo por el periodo que señalen los estatutos. El presidente de los organismos de autorregulación ejercerá la representación legal de los mismos y, además de las facultades que por la ley o los estatutos le corresponden, será responsable de ejecutar las políticas aprobadas por el consejo directivo. El presidente de los organismos de autorregulación tendrá los suplentes que determine el consejo directivo. Los suplentes ejercerán sus funciones en las faltas absolutas o temporales del presidente de la forma como se determine en los estatutos".

162 Artículo 11.4.2.1.8 (artículo 12 Decreto 1565 de 2006). Independencia de los directores. En el mismo sentido el Código de Buen Gobierno Corporativo del AMV en su artículo 23.

163 Artículo 24. Conformación del Consejo Directivo.

tria, de los cuales, a esa fecha, se habían designado la totalidad de miembros del Consejo, tanto independientes como de la industria, pero encontrándose únicamente 9 debidamente posesionados<sup>164</sup>, los 5 representantes de la industria y tan solo 4 de los independientes. Es decir, en la actualidad la mayoría decisoria en el Consejo Directivo la poseen los directores de la industria. Lo anterior, si se tiene en cuenta que de acuerdo con lo estipulado en la Cláusula 24 de los Estatutos del AMV las decisiones se podrán adoptar por mayoría simple<sup>165</sup>, situación que no es acorde con los principios de independencia e imparcialidad a que se alude en la LMPV.

A lo anterior deberemos agregar que de acuerdo con la Cláusula 24 de los Estatutos del AMV cada uno de los siguientes asociados: Asobancaria, Asobolsa, Asofiduciarias y Asofondos, es decir, todas agremiaciones de la industria misma que se pretende autorregular, tienen la potestad de nombrar un miembro "independiente", con lo que nos enfrentamos a un esquema en que no existe tal independencia ni autonomía, un esquema donde, como lo señala OCHOA MALDONADO<sup>166</sup>,

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, Fasescolda, etc., nada más ni nada menos que los mismos potenciales infractores vigilándose a sí mismos y a la vez ejerciendo 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 está ocurriendo<sup>167</sup>.

La situación que se describe claramente va en contravía de la normatividad legal vigente y de la práctica internacional en la materia. Como se ha resaltado, la mejor práctica en los mercados desarrollados ha sido la de establecer que por lo menos el 50 %, si no la mayoría de los miembros del consejo de administración de los organismos de autorregulación, sean independientes<sup>168</sup>, situación que

164 Información obtenida de [[www.amvcolombia.org.co/index.php?pag=home&id=111010](http://www.amvcolombia.org.co/index.php?pag=home&id=111010)] el 15 de mayo de 2012.

165 Artículo 31. "Convocatoria, quórum y actas. [...] El quórum lo constituirá la asistencia de por lo menos la mitad más uno de sus integrantes. Las decisiones se tomarán por mayoría simple, la cual equivaldrá a la mitad más uno de los votos de los directores que integran el Consejo Directivo, salvo disposición especial legal, estatutaria o reglamentaria que señale una mayoría decisoria diferente. En los casos que se presente empate en las votaciones, se entenderá que la decisión no fue adoptada, lo cual implica que el tema sometido a consideración del Consejo podrá ser sometido nuevamente a consideración en reuniones futuras de este [...]".

166 OMAR ALFONSO OCHOA MALDONADO, "Autorregulación del mercado de valores...", *op. cit.*

167 *Ibid.*

no se presenta en el caso colombiano en el cual la mayoría decisoria radica en cabeza de los mismos regulados. Basta con observar la información suministrada por el mismo AMV en que se señala cuáles son los miembros del Consejo Directivo del AMV en la página web [[www.amvcolombia.org.co/attachments/data/2013121385418.pdf](http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/2013121385418.pdf)] al día 5 de noviembre de 2014.

Allí se señalan los siguientes miembros:

Miembros del Consejo Directivo de AMV		
Industria	Asobancaria	María Mercedes Cuéllar López
	Asobolsa	Diego Jiménez Posada
	Asofiduciarias	Stella Villegas de Osorio
	Asofondos	Santiago Montenegro Trujillo
	Clase A	Diego Jara Pinzón
Independiente	Asobancaria	Felipe Iriarte Alvira
	Asobolsa	Cristian Mosquera Casas
	Asofiduciarias	Pedro José Bautista Moller
	Asofondos	Camilo Zea Gómez
	Clase A	Luis Alberto Mejía Mora

Cabría preguntarse por qué la Superintendencia Financiera de Colombia autorizó la constitución del AMV y sus estatutos cuando es evidente que el número de miembros independientes no corresponde al exigido por las normas aplicables a la materia. Al respecto, debemos recordar que el artículo 6.º del Decreto 1565 de 2006 establece que la Superintendencia Financiera de Colombia solo podrá otorgar permiso a un organismo autorregulador cuando, entre los muchos requisitos que se establecen, se compruebe que sus reglamentos, en materia de administración y gobierno corporativo, se ajusten a lo previsto en el mismo decreto. Como ya se ha evidenciado, la conformación del Consejo Directivo del AMV no cumple con los requisitos del artículo 9.º de la norma en mención.

168 "Most developed markets do not require public directors for listed exchanges, but they do require that a majority of the board be made up of independent directors. One important difference exists between an independent director at an exchange SRO and those in the wider corporate world. At an exchange, an independent director must be independent of regulated persons (that is, trading participants) as well as independent of the exchange as a corporation and its controlling shareholders. Furthermore, independent directors do not expressly represent investors or the public; their primary duty is the same as any director's: to act in the best interests of the corporation in accordance with corporate law norms". JOHN CARSON, *Self-Regulation in Securities Markets*, op. cit.

### 7.3. LOS MEMORANDOS DE ENTENDIMIENTO SUSCRITOS EN COLOMBIA ENTRE EL AMV Y LA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA

Con el propósito de mejorar la supervisión de los mercados y hacer más efectiva la represión de las malas prácticas, la Ley 964 de 2005 estableció que la Superintendencia Financiera de Colombia tendría la facultad para suscribir acuerdos o *memorandos de entendimiento* con los organismos autorreguladores. Lo anterior, con el objeto de *coordinar esfuerzos* en materia disciplinaria, de supervisión e investigación de las conductas del mercado. Por su parte, el Decreto Reglamentario 1565 de 2006 establece la necesidad de que la Superintendencia Financiera y los organismos de autorregulación firmen memorandos de entendimiento que tengan como objetivo, entre otros, determinar las actividades de supervisión sobre la actividad en las bolsas de valores y en los sistemas de negociación, y respecto de las cuales el organismo de autorregulación será el encargado de surtir su labor de control y monitoreo permanente, sin perjuicio de que en cualquier tiempo la Superintendencia Financiera pueda entrar a verificar que estas actividades se desarrollan dentro del marco legal aplicable<sup>169</sup>.

Con esos propósitos, en la actualidad se han suscrito dos memorandos de entendimiento entre la Superintendencia Financiera de Colombia (en adelante SFC) y el Autorregulador del Mercado de Valores (en adelante AMV). El primero de ellos se suscribió el 21 de diciembre de 2006; posteriormente, el 9 de noviembre de 2007, se suscribió un segundo memorando de entendimiento. Con el segundo se acordó que el AMV fuera el *supervisor de primera línea* en materia de supervisión, investigación y sanción de las conductas de mercado de los intermediarios de valores<sup>170</sup>. En particular, se estipula en el memorando suscrito, el AMV será *supervisor de primera línea* en cuanto a las infracciones asociadas con conductas y abusos de mercado realizadas en sistemas de negociación o en el mercado mostrador, incluyendo las relacionadas con operaciones de derivados y las infracciones asociadas con conductas y abusos de mercado relacionadas o que se deriven de la relación con los clientes de los intermediarios.

Igualmente, y de acuerdo con lo establecido en el memorando vigente, el AMV también será prioritariamente el encargado de inspeccionar asuntos relacionados con las obligaciones institucionales que deben observar las entidades intermediarias de valores en razón de su actividad en el mercado de valores. Dentro de esas obligaciones institucionales pueden mencionarse, entre otras, el deber de utilización de sistemas de grabación de comunicaciones telefónicas, mensajes de datos y similares; la prohibición de utilizar teléfonos móviles y otros dispositivos de comunicación en las mesas de negociación, y el incumplimiento de obligaciones relacionadas con la debida administración

169 Ley 964 de 2005, artículo 25, parágrafo 5.º.

170 Sección 5. Criterios y mecanismos para evitar ausencia de gestión o duplicidad de funciones.

de conflictos de interés, en materias asociadas con la actividad de intermediación de valores<sup>171</sup>.

De otra parte, el memorando señala que la SFC enfocará su gestión en materias relacionadas con la actividad de intermediación de valores que tengan un impacto sistémico, en asuntos de naturaleza prudencial de los intermediarios de valores, debido cumplimiento de la normatividad sobre asuntos contables, ejercicio irregular de la actividad de intermediación de valores, incumplimiento de la normatividad relacionada con lavado de activos, conductas e infracciones que se presenten en el mercado de divisas, la administración de riesgos por parte de los intermediarios de valores, y los demás aspectos no contemplados expresamente en el memorando de entendimiento<sup>172</sup>.

Ahora bien, para hacer efectiva la prevalencia de las funciones de la SFC el párrafo de la Sección Quinta señala que, cuando el AMV conozca de situaciones que puedan constituir infracciones enmarcadas dentro de aquellas cuyo conocimiento le corresponde a la SFC, procederá a informar de tal situación a la SFC. En el evento que la SFC considere que la situación es prioritaria para su gestión, así lo manifestará al AMV, quien procederá a trasladar la actuación, adjuntando las pruebas relacionadas con el asunto.

Finalmente, la Sección 5.9 del memorando de entendimiento (Racionalización de funciones) señala que, para evitar la duplicidad de funciones y racionalizar el recurso humano dedicado a la supervisión del mercado de valores, la SFC trasladará al AMV las investigaciones, que correspondan de manera prioritaria a este último y en las que la SFC no haya iniciado actuación administrativa de carácter sancionatorio<sup>173</sup>.

Del documento en mención consideramos oportuno realizar las siguientes anotaciones:

#### a. El concepto "supervisor de primera línea"

Como se observa, en el texto del mismo Memorando de Entendimiento vigente se asevera que el AMV es el "supervisor de primera línea" en materia de conductas de mercado y que, en consecuencia, es a 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 que se presenten en el mercado organizado (*v. gr.*, uso de información privilegiada) y en el

171 EVER LEONEL ARIZA-MARÍN, *op. cit.*

172 Sección 5.2. Materias en las cuales la SFC enfocará su gestión, en cumplimiento de sus funciones constitucionales y legales.

173 Igualmente se señala que la SFC podrá trasladar al AMV las quejas que versan sobre temáticas que correspondan prioritariamente a este último. Así mismo, establecerá los mecanismos de seguimiento a las investigaciones y quejas trasladadas y velará por el ejercicio de las funciones supervisora y disciplinaria llevadas a cabo por el AMV en relación con dichos casos.



extrabursátil OTC (*Over the Counter*), relegando el accionar del Estado solamente al riesgo sistémico y a la regulación prudencial de los operadores del mercado. Al leer y analizar el texto descrito, la primera de las dudas que nos asaltan está referida a la definición, construcción y alcance del concepto "supervisor de primera línea". No se encuentra en el texto analizado, en la legislación o jurisprudencia colombiana, ni en la literatura jurídica, y, como parte de esta, la financiera, una definición clara de lo que este concepto significa o evoca, lo que nos lleva a interrogarnos sobre su contenido, alcance y pertinencia. Para llenar este vacío, y sin la intención de llegar a una definición del concepto mismo, consideramos pertinente hacernos las siguientes preguntas:

a. ¿Es el "supervisor de primera línea" aquel que conocerá a prevención y exclusivamente de los trámites relacionados con las violaciones al régimen del mercado en los asuntos planteados?

b. ¿Significa ello que la SFC ha delegado sus funciones de supervisión en esas materias al AMV?

c. En caso de resultar positivas las respuestas a las preguntas anteriores, ¿no resultaría entonces que los memorandos firmados violan entonces los preceptos constitucionales y legales que ponen en cabeza del Estado la supervisión del mercado bursátil en cabeza del Estado (Gobierno nacional)?

En respuesta a los interrogantes planteados consideramos lo siguiente:

Del texto del memorando analizado, en nuestro concepto es evidente que el AMV como "supervisor de primera línea" conocerá a prevención y exclusivamente de los trámites relacionados con las violaciones al régimen del mercado en los asuntos planteados. El Memorando de Entendimiento señala que cuando el AMV conozca de situaciones que puedan constituir infracciones enmarcadas dentro de aquellas cuyo conocimiento le corresponde a la SFC procederá a informar de tal situación a la SFC. Teniendo en cuenta lo anterior, será entonces el AMV el que decida si un asunto que ha llegado a su conocimiento es o no competencia de la SFC, quien solo conocerá del mismo una vez el AMV disponga su traslado. Debemos preguntarnos sobre la conveniencia de esta disposición. ¿No sería preferible que fuese la misma SFC la que decida directamente y de manera autónoma qué situaciones deben ser de su conocimiento? Consecuentemente, ¿no sería preferible que la SFC conociera primero de los hechos que dan lugar a una investigación y que fuera esta la que decidiera si lo traslada o no al AMV? En nuestra opinión, la respuesta a ambos interrogantes es positiva. El esquema adoptado, contrario a lo dispuesto en la Constitución Política y en la Ley 964, debería permitir siempre que la SFC fuese la entidad que como supervisor conociera primeramente de los hechos que podrían generar una violación al régimen del mercado para que fuese esta y no un tercero (AMV) quien decidiera sobre su propia competencia, máxime cuando este tercero no es una entidad de naturaleza pública. El esquema normativo propuesto en el Memorando de Entendimiento establece que la SFC solamente conocerá de

hechos constitutivos de infracciones al régimen del mercado cuando le sean informados por el AMV o cuando los mismos terminen siendo de público conocimiento.

En este punto valdrá recordar que, de acuerdo con lo señalado por los artículos 335, 150-19-d) y 189-24 de la Carta Política, las entidades que realicen la actividad de autorregulación a que se hace referencia en la norma estarán sometidas a la supervisión del Estado. Es el Estado el supervisor natural de las instituciones que participan en dicho mercado, y no un particular<sup>174</sup>. Así, y como lo ha señalado la Corte Constitucional, esas funciones de intervención y supervisión son indelegables, no pueden transferirse a particulares<sup>175</sup>. De allí que en sentencia C-692/07 la Corte Constitucional señalara, entre otras cosas:

i. La autorregulación en el mercado bursátil es una actividad complementaria, no sustitutiva, a la actividad de regulación y supervisión que debe adelantar el Estado, en cuanto no busca remplazar ni sustituir las funciones públicas de regulación, reglamentación, supervisión, vigilancia y control, que se encuentran en cabeza del Estado, por intermedio del Congreso y del Gobierno, y que ejercen, el primero directamente, y el segundo a través de la Superintendencia Financiera; y

ii. La propia Ley 964 de 2005 aclara que la actividad de autorregulación no implica delegación de las funciones de inspección, vigilancia y control sobre el mercado bursátil.

174 Sobre el particular la Corte Constitucional ha señalado lo siguiente: Sobre la facultad de inspección, vigilancia y control de las personas que realizan actividades financieras, bursátiles, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público, la Corte ha precisado que su ejercicio es compartido entre el Presidente y el Congreso de la República, pues es la propia Carta la que establece que tales funciones deben ser ejercidas por el Gobierno de acuerdo con la ley (CP arts. 150-8-19d, y 189-24). También ha señalado la Corporación que dicha labor es desarrollada por el Presidente de la República en su condición de Suprema Autoridad Administrativa y que, en virtud de la desconcentración y delegación de funciones (CP art. 209), lo hace a través de organismos técnicos especializados dependientes del Gobierno, concretamente a través de las superintendencias, bajo su orientación y con base en la regulación prevista en las leyes marcos y los decretos reglamentarios. Sentencias C-199 de 2001, C-203 de 2005 y C-692/07, entre otras.

175 Sentencia C-692/07. "La autorregulación en el mercado bursátil no conlleva delegación de funciones públicas, pues se trata en realidad de un sistema complementario de naturaleza privada que contribuye con el Estado en la misión de preservar la integridad y estabilidad del mercado, la protección de los inversionistas y el cumplimiento de la ley, garantizando que esa actividad económica sea justa, eficiente y transparente. Desde este punto de vista, la autorregulación y la regulación estatal no son actividades excluyentes, pues las dos se articulan entre sí con un propósito común. Las funciones de regulación y supervisión estatal, en primer orden, y el mecanismo de la autorregulación privada, buscan asegurar que por medio de la autorregulación se provea un mercado de valores ordenado donde los inversionistas gocen de amplias garantías de seriedad, honorabilidad y correctividad, de manera que se preserve en todo momento el interés público económico".

Consecuencia de lo anterior, tenemos que el párrafo 5.º del artículo 25 de la LMPV señala que la SFC podría suscribir acuerdos o memorandos de entendimiento con los organismos autorreguladores, con el objeto de coordinar, *no delegar*, esfuerzos en materia disciplinaria, de supervisión e investigación. Habrá de resaltarse que, como lo señala el Consejo de Estado, para que se presente la aludida delegación es necesaria siempre la autorización legal. Al respecto, dicho tribunal ha señalado:

Mediante la delegación, la autoridad administrativa transfiere el ejercicio de funciones a sus colaboradores o a otras autoridades, siempre por acto de delegación (decreto o resolución) y con sujeción a la Constitución o la ley. Para que la autoridad pueda delegar algunas o alguna función de las que le han sido asignadas por la Carta Política o por la ley –por estimarlo conveniente o necesario para el servicio público o el interés general–, es indispensable la previa autorización legal en donde se determine la materia delegable o las condiciones de la delegación<sup>176</sup>.

En el caso de la SFC tenemos que la delegación de sus funciones no está autorizada por ley, por lo que dicha institución no puede a la luz de las normas vigentes encargar a terceros el cumplimiento de sus funciones.

## b. La delegación de funciones

Como se ha expresado, el memorando suscrito por la SFC con el AMV va mucho más allá de una simple coordinación para determinar una delegación de funciones. Tal delegación se revela, insistimos, en el hecho de que será el AMV la entidad que conozca de los asuntos a que se hace referencia en la Sección 5.1 del Memorando de Entendimiento. Es más, de acuerdo con la Sección 5.9 del Memorando de Entendimiento (Racionalización de funciones), la SFC trasladará al AMV las investigaciones, que correspondan de manera prioritaria a este último y en las que la SFC no haya iniciado actuación administrativa de carácter sancionatorio.

Esas funciones que consideramos se le delegan al AMV se enmarcan dentro de aquellas asignadas al superintendente delegado para intermediarios de valores y otros agentes en el artículo 6.º de la Ley 964 de 2005, en los artículos 11.2.1.4.35, 11.2.1.4.47 y 11.2.1.4.48 del Decreto 2555 de 2010 (artículo 57 del Decreto 4327 de 2005), así como las delegadas en otras dependencias de la misma SFC por los artículos 11.2.1.4.22 (superintendente delegado para supervisión de riesgos de mercado e integridad), 11.2.1.4.24 (dirección de conductas), 11.2.1.4.26 (superintendente delegado para riesgos operativos).

176 Consejo de Estado, radicación 1.089 de 1998, Sala de Consulta y Servicio Civil, 26 de marzo de 1998.

De igual forma, en el numeral 4.º del artículo 5.1 del Memorando de Entendimiento encontramos que se le otorgan facultades al AMV en aquello relacionado con los programas de publicidad ejecutados por los intermediarios de valores, a saber: *estrategias comerciales para promover la vinculación generalizada de clientes*. Al respecto, tenemos que, de acuerdo con el artículo 11.2.1.4.48 del Decreto 2555 de 2010 (artículo 57 del Decreto 4327 de 2005), la Dirección de Intermediarios de Valores y Organismos de Autorregulación tiene, respecto de los intermediarios de valores, la función de verificar el cumplimiento de los requisitos para la autorización de los programas publicitarios, lo que en nuestro concepto implica igualmente verificar que las estrategias comerciales que desarrollan los intermediarios para promover la vinculación generalizada de clientes se ajusten al marco legal vigente. Es decir, es una facultad otorgada a la SFC que, como es evidente, no podía ser delegada.

Finalmente, en el numeral 6.º del artículo 5.1 del Memorando de Entendimiento encontramos que se le otorgan facultades al AMV en lo que se refiere a los límites que deben cumplir las entidades y que están estrechamente relacionados con operaciones de intermediación. Al respecto encontramos que, de acuerdo con el artículo 11.2.1.4.48 del Decreto 2555 de 2010 (artículo 57 del Decreto 4327 de 2005), la Dirección de Intermediarios de Valores y Organismos de Autorregulación tiene, respecto de los intermediarios de valores, la función de hacer seguimiento a la condición financiera de las entidades a su cargo y verificar el cumplimiento del patrimonio, margen de solvencia, capital mínimo, límites de concentración de riesgo y los controles de ley a que hubiere lugar, ejercer las funciones de supervisión de los riesgos no asignados, las delegaturas para supervisión de riesgos y conductas de mercados. Lo anterior, en nuestro concepto, implica que esa dirección está facultada legalmente para ejercer la función que se le delegó al AMV con la celebración del Memorando de Entendimiento.

Consecuencia de lo anterior, podríamos afirmar que con la celebración del Memorando de Entendimiento la SFC ha delegado varias de sus funciones en el AMV, situación esta que podría ir en contravía de las disposiciones legales vigentes en la materia.

### c. La autodeterminación de la SFC

De otra parte, se observa que en el Memorando de Entendimiento se establece que la SFC enfocará su gestión en materias relacionadas con la actividad de intermediación de valores que tengan un impacto sistémico, en asuntos de naturaleza prudencial de los intermediarios de valores, debido cumplimiento de la normatividad sobre asuntos contables, entre otros. Al respecto, el numeral 5.2 del Memorando de Entendimiento señala lo siguiente:

5.2. Materias en las cuales la SFC enfocará su gestión, en cumplimiento de sus funciones constitucionales y legales

Por su parte, la SFC enfocará su gestión en los siguientes temas:

- a. Materias relacionadas con la actividad de intermediación de valores que tengan un impacto sistémico.
- b. Asuntos de naturaleza prudencial de los intermediarios de valores.
- c. Debido cumplimiento de la normatividad sobre asuntos contables.
- d. Conductas e infracciones en que incurran emisores e inversionistas, en su actuación en el mercado de valores.
- e. Ejercicio irregular de la actividad de intermediación de valores.
- f. Incumplimiento de la normatividad relacionada con lavado de activos.
- g. Conductas e infracciones que se presenten en el mercado de divisas.
- h. Administración de riesgos por parte de los intermediarios de valores.
- i. Todos los demás aspectos no contemplados expresamente en este memorando de entendimiento.

Parágrafo 1. Cuando el AMV conozca de situaciones que puedan constituir infracciones enmarcadas dentro de los literales anteriores, procederá a informar de tal situación a la SFC. En el evento que la SFC considere que la situación es prioritaria para su gestión, así lo manifestará al AMV, quien procederá a trasladar la actuación, adjuntando las pruebas relacionadas con el asunto.

Parágrafo 2. Las Partes reconocen que el seguimiento prudencial de riesgos y de controles de ley puede llegar a ser relevante para realizar una adecuada supervisión de conductas. Así las cosas, el AMV podrá verificar la revisión de límites diseñados por ellos, al igual que aquellos establecidos en la regulación aplicable, o los implementados por los administradores de sistemas de negociación, administradores de sistemas de compensación y liquidación de valores o cualquier otro proveedor de infraestructura del mercado de valores.

El AMV informará, cuando lo considere apropiado, a sus miembros y a la SFC sobre los eventos riesgosos encontrados como resultado de este seguimiento.

Al respecto cabría preguntarse si la Superintendencia Financiera de Colombia tiene la facultad legal para, *motu proprio*, determinar el alcance de sus competencias en materia de supervisión y de manera autónoma determinar cuándo ejercerá las funciones que se le han asignado por ley. No se encuentra en la legislación referente al mercado público de valores una norma que señale dicha facultad, por lo que nos cuestionamos si la misma viola las normas aplicables a la materia.

Nos encontramos entonces frente a un documento que va en contravía de las disposiciones legales aplicables a la materia. Un texto que refleja la desorganización constante a la que está sometido un mercado que requiere de una política de regulación y supervisión coherente. Recalamos que, independientemente de los objetivos que se establecen para los organismos de autorregulación y de la autorregulación misma, la obligación de ofrecer las normas y mecanismos de supervisión necesarios para que el mercado opere de manera adecuada siempre estará en cabeza del Gobierno central, quien es el obligado directo y principal a suministrar los mecanismos e instrumentos adecuados para el normal funcionamiento del mercado. En ese sentido, como lo ha señalado la Corte Constitucional<sup>177</sup>, el mercado público de valores requiere

de la constante intervención y la permanente vigilancia de entidades administrativas dependientes del Ejecutivo, que estimulen y promuevan la actividad financiera y que a la vez aseguren la transparencia de las operaciones que se llevan a cabo mediante la oferta, demanda, negociación y colocación de valores, protegiendo así a los ahorradores e inversionistas y asegurando, por tanto, el interés público allí comprometido<sup>178</sup>.

## 8. CONSIDERACIONES FINALES

Como se observa, nos encontramos frente a un instrumento, institución o método de regulación que debe tener como propósito fundamental el logro de un

177 Sentencia C-397/95. "Es preciso que, con arreglo a las normas generales de la ley marco y según los reglamentos del Gobierno, se organice el mercado público de valores, mediante un sistema eficiente, a cargo de un organismo público responsable, que ejecute las políticas fijadas por la ley y por el Gobierno, que lleve el registro nacional de valores e intermediarios, que señale las reglas específicas que deben observarse dentro del mercado primario y secundario de valores, que establezca los requisitos para intermediar con ellos, que prevenga las prácticas monopolísticas y las operaciones encaminadas al control indebido de las empresas, que consagre las formas específicas de control y vigilancia, así como las sanciones aplicables a las infracciones que se cometan, y que se haga presente, a través de sus agentes, en las bolsas de valores y las entidades comisionistas, para evitar en concreto las distorsiones económicas que la normatividad proscribire".

178 "The role of the state in regulation is, however, more nuanced than simply one of more or less intervention, and the examples illustrate this. While certain regulatory functions and tasks are undertaken by industry, functions which relate to monitoring, transparency and accountability are often retained by the public authority or even enhanced. In communications, for example, while some of statutory functions have been undertaken by other bodies, such as the Advertising Standards Authority (ASA), the Independent Committee for the Supervision of Standards of Telephone Information Services (ICSTIS), and the telecommunications ombudsman, Ofcom itself has closely monitored and reported on their activities. The Financial Services Authority (FSA) and the Treasury oversee self-regulatory schemes in financial services such as the consumer code for banking". IAN BARTLE and PETER VASS, "Self-regulation and the regulatory state – A survey of policy and practice", *op. cit.*

mercado de valores más eficiente y transparente. Lo anterior, como es evidente, mediante la utilización efectiva de la mejor o mayor experiencia y conocimiento que deben tener los participantes de ese mercado y con ello mediante la implementación de mejores reglas o estándares normativos que contribuyan efectivamente a que se cumplan los fines mismos del mercado. Un instrumento a través del cual los integrantes del mercado reciben la oportunidad de crearse sus propias reglas, de supervisar su cumplimiento y de sancionar su incumplimiento. Un instrumento cuyo éxito depende de la buena utilización que le den los mismos integrantes del mercado y que como es evidente debe responder a un solo interés, el del mercado, y a no a los intereses propios de sus integrantes.

No obstante lo anterior, consideramos que en Colombia no existe certeza sobre el régimen legal aplicable a los actos del autorregulador, ni una clara delimitación de competencias entre el autorregulador y las agencias estatales encargadas de la supervisión y, por ende, se tiende a diluir las responsabilidades de uno y otro, comprometiendo con ello, en general, la confianza en el mercado y, en particular, la protección de los inversionistas no profesionales. Al parecer la ambigüedad presente en el régimen legal determina la incapacidad de acción del autorregulador y del supervisor estatal en ciertas circunstancias, comoquiera que el ejercicio de sus propias competencias no parece expedito y la superposición de funciones enturbia el ámbito de sus responsabilidades, lo que compromete, en general, la confianza en el mercado de valores y, en particular, la protección de los inversionistas no profesionales.

## BIBLIOGRAFÍA

- ARIZA-MARÍN, EVER LEONEL. Autorregulación en el mercado de valores en Colombia: análisis de su aspecto disciplinario. *Rev. Maest. Derecho Econ.* Bogotá (Colombia), vol. 5, n.º 5: 155-200, enero-diciembre de 2009.
- AYRES, I. and BRAITHWAITE, J. *Responsive Regulation Transcending the Deregulation Debate*, Oxford University Press (1992), pp. 3-18.
- BAGGOTT, R. 'Regulatory reform in Britain: the changing face of self-regulation' (1989), *Public Administration*, n.º 67, p. 438.
- BARTLE, IAN and VASS, PETER. *Self-regulation and the regulatory state. A survey of policy and practice*. Center for the Study of Regulated Industries, Research Report n.º 17, 2005.
- BLACK, JULIA. "Constitutionalising Self-Regulation", *Modern Law Review*, n.º 59, 1996.
- CARSON, JOHN. *Self-Regulation in Securities Markets*. Policy Research Working Paper 5542, The World Bank, Financial and Private Sector Development, Global Capital Markets Department, Securities Markets Group, January 2011.



CASTAÑO GUTIÉRREZ, JORGE. Autorregulación y Autorregulador: como el autorregulador contribuye a la construcción de un marco institucional eficiente en el mercado de valores colombiano. En *Cinco años de la Ley 964 de 2005: ¿se están cumpliendo los objetivos?* Universidad Externado de Colombia, 2011, p. 131.

CFA Institute Centre for Financial Market Integrity. *Self-Regulation in Today's Securities Markets Outdated System or Work in Progress?*, ISBN 978-1-932495-71-3, 2007.

CORBETT, ANGUS. *Self-Regulation, CLERP and Financial Markets: A Missed Opportunity for Innovative Regulatory Reform* [1999], UNSWLawJl 5; 22 University of New South Wales Law Journal 506.

CUENCA MIRANDA, JOSÉ MANUEL. Autorregulación y mercados financieros, *ICE Sistema Financiero: Tendencias y novedades*, agosto-septiembre de 2001, n.º 801, p. 123.

DAVIES, HOWARD. *What's Left for Self-Regulation?* David Hume Lecture Series, Hong Kong (March 2004).

DOUGLAS, WILLIAM O. *Democracy and Finance* (New Haven, CT: Yale University Press, 1940), p. 82.

EIJLANDER, P. and VOERMANS, W. J. M. 'Outlooks for legislation: Introduction', 1999 *Regel Maat*, 3, p. 71.

European Commission, European Parliament & Council of Ministers, 'Inter-Institutional Agreement on Better Lawmaking', 2003/C 321/01, p. 1.

First Initiative, *Report Self-Regulation in Colombian Securities Markets: Analysis and Recommendations*, Colombia –CSRN: 53. R349 Colombia Enhancement of the Capital Market Self-Regulatory System, 2006.

GADINIS, STAVROS and JACKSON, HOWELL E. Markets as regulators: a survey, *Southern California Law Review*, vol. 80, n.º 1239, p. 12.

GADINIS, STAVROS. *The top priority of SEC Enforcement? Evidence from actions against broker-dealers*, Harvard - John M. Olin Center for Law, Economics, and Business Fellows' Discussion Paper Series in Investor Protection. Discussion Paper n.º 27, 1/2009.

GLAUBER, ROBERT. (Chairman and CEO, National Association of Securities Dealers), *Self-Regulatory Organizations: Hearing Before the Subcomm. on Banking, Housing and Urban Affairs*, 109th Cong, 2006. Disponible en [[www.finra.org/Newsroom/Speeches/Glauber/P016123](http://www.finra.org/Newsroom/Speeches/Glauber/P016123)]. Consultada el 2 de abril de 2012.

International Securities Regulation Report, April 19, 2000, 12, n.º 4, (Jan. 14, 1999), p. 2.

KAHAN, MARCEL. *Some Problems with Stock Exchange-Based Securities Regulation*, 83 VA. L. REV. 1509, 1511 (1997).

LALOR, JOHN (ed.). *Cyclopaedia of Political Science, Political Economy, and the Political History of the United States by the Best American and European Writers* (New York: Maynard, Merrill,

and Company, 1899). Disponible en [[www.econlib.org/library/YPDBooks/Lalor/llCy519.html](http://www.econlib.org/library/YPDBooks/Lalor/llCy519.html)].

LUNA MARTÍNEZ, JOSÉ DE and ROSE, THOMAS A. "International Survey of Integrated Sector Supervision", World Bank Policy Research Working Paper 3096 (July 2003).

LUNDBLAD, NICKLAS and KIEFER, ANNA. "The Economic Efficiency of Self-Regulation: Two Case Studies," 17<sup>th</sup> BILETA Annual Conference, Free University, Amsterdam (5–6 April 2002). Disponible en [www.bileta.ac.uk/pages/Conference %20Papers.aspx](http://www.bileta.ac.uk/pages/Conference%20Papers.aspx)

Memorando explicativo del Ministerio de Hacienda y Crédito Público al Decreto-ley 2969 de 1960. En *Antecedentes de las principales normas del mercado público de valores*, Comisión Nacional de Valores de Colombia, 1991, p. 9.

MINICO, GIOVANNA DE. A hard look at self regulation in U.K. *European Business Law Review*, n.º 1, 2006.

NÚÑEZ ERRÁZURIZ, JAVIER. *La autorregulación como concepto regulatorio*. Departamento de Economía. Santiago: Universidad de Chile, 2000, p. 21.

OCHOA MALDONADO, OMAR ALFONSO. *Autorregulación del mercado de valores: profundización del mercado o relativización del control estatal*. Misión Jurídica – Revista de Derecho y Ciencias Sociales, Universidad Nacional de Colombia, ISSN 1794-600X, n.º 2, enero-diciembre de 2009.

OESTERLE, DALE ARTHUR. "Securities Markets Regulation: Time to Move to a Market-Based Approach", *Policy Analysis*, Cato Institute, n.º 374 (21 June 2000), p. 5. Disponible en [[www.cato.org/pubs/pas/pa374.pdf](http://www.cato.org/pubs/pas/pa374.pdf)].

OFCOM. *Identifying appropriate regulatory solutions: principles for analysing self- and co-regulation - Statement*, 10 December 2008, p. 9.

OGUS. Rethinking Self-regulation, *Oxford Journal of Legal Studies*, 1995, n.º 1, p. 100.

Organización Internacional de Comisiones de Valores. *Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores*, septiembre de 1998

PITOFKY, ROBERT. *Self-Regulation and Antitrust*", speech given at the DC Bar Association Symposium, Washington, DC (18 February 1998). El documento se puede consultar en [[www.ftc.gov/speeches/pitofsky/self4.shtml](http://www.ftc.gov/speeches/pitofsky/self4.shtml)].

Ponencia para primer debate en la Comisión Tercera de la Honorable Cámara de Representantes al proyecto de ley 225 de 1988, 'Del mercado público de valores'. En *Antecedentes de las principales normas*, Comisión Nacional de Valores de Colombia, 1991, p. 9.

PRICE, M. E. and VERHULST, S. G. In search of the self: charting the course of self-regulation on the Internet in a global environment. In C. MARSDEN, *Regulating the global information society*, 2000, p. 58.

Report of the SRO Consultative Committee of the International Organization of Securities Commissions (mayo 2000).

*Report of the Taskforce on Industry Self-Regulation, Industry Self-Regulation in Consumer Markets, Commonwealth of Australia.* (Agosto de 2000). Disponible en [www.treasury.gov.au/documents/1131/PDF/final\_report.pdf].

ROSILLO ROJAS, MAURICIO. El concepto de autorregulación. En *Doctrina de la autorregulación del mercado de valores de Colombia*, Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, 2007, p. 24.

SCOTT MILLER, SAM. *Self-Regulation of the Securities Markets: A Critical Examination*, 42 Wash. & Lee L. Rev. 853, 855 (1985).

SEGAL, JILLIAN. Deputy Chair of the Australian Securities and Investments Commission, Speech to the National Institute for Governance Twilight Seminar, Canberra, 8 November 2001.

SHACKLETON, J. R. UK privatisation – US deregulation, 1985, *Politics*, October, pp. 8-16; F. CAFAGGI, *Reframing self-regulation in European Private Law*, 2006. Véase también F. CAFAGGI, 'Crisi della statualità, pluralismo e modelli di autoregolamentazione', 2001, *Politica del diritto*, n.º 4, pp. 543-585.

SILVA GARCÍA, FERNANDO. Anotaciones sobre la autorregulación en Colombia: carácter paraestatal, potestad punitiva y acreditación de idoneidad de quienes actúan en la intermediación. En *Cinco años de la Ley 964 de 2005: ¿se están cumpliendo los objetivos?* Universidad Externado de Colombia, 2011.

SINCLAIR, DARREN. Self-Regulation versus Command and Control? Beyond False Dichotomies, *Law & Policy*, vol. 19, n.º 4, 1997.

STREECK and SCHMITTER. Community, Market, State - and Associations? The Prospective Contribution of Interest Governance to Social Order. En STREECK and SCHMITTER (eds.), *Private Interest Government: Beyond Market and State* (London: Sage, 1985), pp. 22-25.

Taskforce on Industry Self-Regulation. *Report on the Industry Self-Regulation in Consumer Markets*, August 2000, Commonwealth of Australia 2000, ISBN 0 642 740437.

United Nations Conference on Trade and Development. *Expert meeting on the trade and development implications of financial services and commodity exchanges (part I) item 3: trade and development implications of commodity exchanges*, 3 September 2007, "Model for effective self-regulation", The International Organization of Securities Commissions (IOSCO).

VAN HEESSEN-LACLÉ, ZAYÈNNE D. and MEUWESE, ANNE. The legal framework for self-regulation in the Netherlands. *Utrecht Tlaw Review*, volume 3, issue 2 (December), 2007.

VENEGAS MARTÍNEZ, FRANCISCO; TINOCO ZERMEÑO, MIGUEL ÁNGEL; TORRES PRECIADO, VÍCTOR HUGO. Desregulación financiera, desarrollo del sistema financiero y crecimiento económico en México: efectos de largo plazo y causalidad. *Estudios Económicos*, vol. 24, n.º 2, julio-diciembre, 2009, pp. 249-280.

WALSH, JOHN H. Right the First Time: Regulation, Quality, and Preventive Compliance in the Securities Industry, *1997 Colum. Bus. L. Rev.* 165 (1997).

WELLONS, PHILIP A. "Prototypes of Securities Regulation For Africa: Key Issues", en CAER II (Harvard Institute for International Development), Discussion Paper n.º 47, August 1999, p. 35.