

# Intervención económica, deslegalización del derecho y desregulación de los mercados

Juan Pablo Buitrago León<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Las opiniones expresadas en esta ponencia comprometen únicamente al autor; por tanto, no vinculan a la Superintendencia Financiera de Colombia ni a sus directivos, ni corresponden a la posición oficial o autorizada de aquella o de estos.

Sin duda, uno de los debates más relevantes e interesantes de la economía política contemporánea consiste en la determinación de los límites a la intervención del Estado en la actividad económica. Porque si bien para unos este puede ser un agente que entorpece la actividad privada limitando sus potenciales de generación de riqueza, empleo y desarrollo, para otros es necesaria para corregir las fallas del mercado y permitir una distribución adecuada de las oportunidades.

Este debate que, en principio, se tenía como terminado con la supuesta implantación definitiva de las posiciones contrarias al mayor intervencionismo estatal y favorables a la desregulación, así como por la supuesta estabilización indefinida del ciclo económico y el fin de las crisis, por lo menos en lo que hace a las actividades propias de los mercados financieros y de valores (en adelante denominados conjuntamente como mercado de capitales), tomó nuevo impulso cuando fue necesario recurrir al activismo fiscal y monetario para enfrentar y superar una crisis cuyos efectos aún se sienten hoy, más de diez años después de sus primeras manifestaciones.

Basta recordar en este sentido el programa de relajamiento cuantitativo (*Quantitative Easing: QE*) mediante el cual se inyectó liquidez en la economía de los Estados Unidos mediante la compra de títulos públicos y privados por parte de la Reserva Federal, el equivalente de nuestro Banco de la República y que en su tercera etapa llevó a la adquisición mensual de títulos por US\$85.000 millones (diciembre de 2012)<sup>2</sup> y que, posteriormente, sería replicado por otros bancos centrales como el Banco Central Europeo o el Banco del Japón o las políticas fiscales expansivas del gobierno de Barack Obama para impulsar la demanda agregada, el rescate financiero de la industria automovilística o la inyección de recursos a entidades financieras en problemas.

Y aunque desafortunadamente este debate no hace parte de nuestras discusiones políticas y económicas, ni en el caso de las pasadas elecciones al Congreso y tampoco en lo que llevamos de campaña presidencial, volvamos un momento

---

2 En "El Relajamiento cuantitativo en los Estados Unidos y algunos efectos en Colombia". Jorge Toro. Reportes del Emisor. Número 176. Enero de 2014.

atrás y vayamos a la última crisis que afectó a los mercados de capitales internacionales, es decir, aquella que en el año 2007 se desató con las denominadas hipotecas *subprime* y la quiebra de Lehman Brothers al año siguiente, para poner en evidencia cómo las causas y consecuencias de tales crisis siempre han estado atadas a procesos pendulares de desregulación y posterior incremento de la regulación como mecanismo compensador.

Los orígenes de la crisis del año 2007 de las hipotecas *subprime* los podemos rastrear, sin embargo, a comienzos de la década del 2000, cuando el gobierno de los Estados Unidos pretendió estimular el crecimiento económico a partir de dos mecanismos esenciales: un mayor consumo de los hogares y la reactivación del sector inmobiliario a través de facilidades crediticias para la adquisición de vivienda y el otorgamiento de beneficios tributarios para los propietarios.

Paralelo a lo anterior, la Reserva Federal de los Estados Unidos redujo fuertemente su tasa de intervención en la economía como mecanismo para estimular el crecimiento económico. Como se observa en la Gráfica No.1<sup>3</sup>, entre fines de 2001 y diciembre de 2004 la tasa de interés de los fondos federales fue inferior al 2%.



Gráfica No.1

3 En "La crisis financiera internacional: su naturaleza y los desafíos de política económica". José Luis Machinea. En Revista CEPAL No. 97. Abril de 2009.

La combinación de las anteriores políticas condujo a una profundización en la demanda de inmuebles, el incremento de los precios de las viviendas, como se advierte en la Gráfica No. 2<sup>4</sup> y la creación de instrumentos de financiación innovadores, lo que a su vez amplió la disposición de fondos prestables para deudores con menores niveles de calidad crediticia, es decir, deudores *subprime*.



Gráfica No.2

Sin embargo, muchos de estos deudores, a pesar de no cumplir con varios de los requisitos mínimos para ser considerados sujetos de crédito, recibían préstamos por el cien por ciento (100%) del valor total del inmueble que iban a adquirir y el valor de sus cuotas mensuales podía alcanzar niveles significativos frente al valor total de sus ingresos. En otras ocasiones, si bien las cuotas iniciales podían ser bajas con relación al ingreso, estas se incrementaban rápidamente en el transcurso del tiempo, consumiendo cada mes siguiente un mayor porcentaje de sus salarios.

Esta “ruleta crediticia” se sostenía en el incremento sostenido en el precio de las viviendas, el cual se creía que iba a mantenerse ilimitadamente en el tiempo, aunque la evidencia histórica demostrara lo contrario. Este aumento en el valor de

4 *Ibidem*.

las viviendas implicó, además, que prestatarios ya en dificultades obtuvieran nuevos créditos pues los préstamos iniciales se encontraban sobregarantizados ante el nuevo precio de las viviendas.

Al observar este panorama desde hoy es fácil preguntarse por qué se otorgaban este tipo de créditos cuando todo indicaba que una burbuja como estas no podía mantenerse ilimitadamente en el tiempo. Múltiples circunstancias pueden analizarse para explicarlo, pero sin duda, el modelo de negocio de *“originar para distribuir”* ocupa un lugar central en este análisis.

Y es que si pensamos en la forma en que puede financiarse la adquisición de vivienda, podemos encontrar los siguientes mecanismos, tal y como se explica en la Gráfica No. 3.

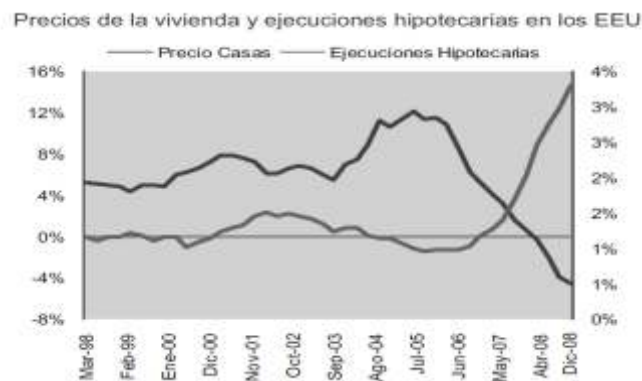


Como es fácil de advertir, en el primer caso, en la medida en que el establecimiento de crédito mantiene el riesgo de impago en su balance, este tendrá un interés directo en que las colocaciones de crédito se realicen asumiendo unos riesgos razonables, ya que de lo contrario, se verá afectado por el incremento en las provisiones para cubrir la cartera vencida y, por ende, con pérdidas que deberá asumir de su patrimonio.

Por el contrario, en el segundo evento, el originador, en la medida en que ha trasladado el riesgo de crédito a un sinnúmero de inversionistas, no tendrá interés en evaluar adecuadamente el riesgo de los deudores, sino en colocar el mayor número de créditos, hacer con ellos “paquetes titularizables” y vender los títulos resultantes en el mercado a múltiples inversionistas para obtener una rápida utilidad e iniciar, nuevamente, el ciclo de colocación-titularización. Este mecanismo condujo a que los instrumentos financieros garantizados o colateralizados con deuda de baja calificación crediticia pasara de USD\$180.000 millones en 2001 a USD\$625.000 millones en el año 2005<sup>5</sup>.

Sin embargo, como no todo es eterno, las condiciones del mercado cambiaron, después de casi una década de desarrollo económico, se incrementó el precio del petróleo, y ante el recalentamiento del ciclo económico y de las presiones inflacionarias, la Reserva Federal inició el incremento en su tasa de intervención, como puede observarse en la Gráfica No.1 hasta llegar al 5,25% en el año 2006, con lo cual se deteriora la calidad de consumo de los hogares, se incrementa el costo del capital haciendo más gravosas las cuotas de los créditos hipotecarios.

Como consecuencia de lo anterior muchos prestatarios dejaron de pagar sus deudas, incluso entregaron o abandonaron sus viviendas y se incrementaron las ejecuciones hipotecarias como se observa en la Gráfica No. 4<sup>6</sup>.



Gráfica No.4

Fuente: Bloomberg.

5 En “La crisis financiera internacional y las reformas en regulación y supervisión bancaria”. Eduardo Jara Buitrago. 2013.

6 En “Impacto de la crisis financiera internacional en el sistema financiero colombiano y en su regulación”. Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia. 2009

Lo anterior, finalmente, hace que la burbuja inmobiliaria se pinche reduciendo drásticamente el precio de las viviendas y generalizando la crisis a partir del impago de la cartera hipotecaria y, por ende, de los bonos en que se habían “empaquetado” las hipotecas basura, afectando a un sinnúmero de inversionistas no solo en Estados Unidos sino a lo largo del mundo entero.

Si observamos los anteriores antecedentes, podríamos considerar, en principio, que las causas de la crisis hipotecaria de finales del decenio pasado fueron exclusivamente de carácter económico y financiero, en temas como el nivel de tasas de interés, el valor de la propiedad inmobiliaria o la finalización de un ciclo económico.

No obstante, en medio de dicho panorama debemos interrogarnos por el papel que cumplió la regulación o, más bien, la ausencia de regulación para ir aterrizando en la materia que nos convoca hoy a la reflexión.

Así, podemos preguntarnos, entre otros aspectos, ¿cualquier persona o entidad puede efectuar créditos para la adquisición de vivienda?; ¿tales prestamistas deben ser regulados y supervisados por el Estado?; ¿es posible prestar hasta por el cien por ciento (100%) del valor del inmueble?; ¿qué porcentaje sobre mi salario me pueden prestar cuando voy a comprar una casa, el veinte, el treinta o el noventa?; ¿la tasa a la que me prestan debe ser establecida por el Estado o determinada autónomamente por las partes; ¿debe el Estado administrar el riesgo que asumen las entidades crediticias o les corresponde a estas, autónomamente, determinar qué nivel de riesgo están dispuestas a asumir o cuál debe ser su apetito de riesgo óptimo?

Muchas de las respuestas para el caso de Estados Unidos, por lo menos antes de las reformas postcrisis, las conocemos ahora después de revisar los antecedentes de lo ocurrido en el año 2007, y nos permiten concluir que, por lo menos, en el caso del mercado hipotecario, este se encontraba altamente desregulado y librado a la actuación autónoma de un sinnúmero de partícipes, muchos de los cuales no eran regulados ni supervisados por ninguna entidad del Estado.

Miremos ahora si ocurría lo mismo en Colombia para la misma época de los hechos en cuestión, año 2007, no sin antes tener presente que a finales del siglo pasado ya habíamos vivido nuestra propia crisis del sector hipotecario, paralela a la de la banca pública y a la del cooperativismo financiero, por lo cual nos encontrábamos en una situación “*regulatoria*” diferente a la estadounidense o en lo que podemos denominar un estadio distinto en el recorrido del péndulo regulatorio.

Porque después de múltiples sentencias de la Corte Constitucional durante el año 1999 y 2000, entre otros aspectos, se había prohibido la utilización de sistemas de pago que contemplaran la capitalización de intereses tal y como lo preveía el artículo 121 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, determinado que la unidad de cuenta que reemplazaría al UPAC, debería calcularse exclusivamente a partir de la variación en el índice de precios al consumidor (IPC) sin tener en cuenta las fluctuaciones en las tasas de interés de la economía<sup>7</sup>, y permitido el prepago de los créditos sin penalidad de ningún tipo.

El retiro del ordenamiento legal en 1999 de las diversas disposiciones que regulaban el sistema de adquisición de vivienda UPAC que, por demás, había funcionado con excelentes resultados desde el año 1972, llevó al Congreso de la República a expedir un nuevo sistema, sustentado ahora en la Unidad de Valor Real (UVR), mediante la Ley 546 del mismo año.

Como resultado de las múltiples sentencias de constitucionalidad en la materia, de la mencionada Ley 546 y de las regulaciones expedidas por el Gobierno Nacional y la Junta Directiva del Banco de la República, nuestro sistema de financiación para la adquisición de vivienda tenía y mantiene hasta la fecha, entre otras, las siguientes características:

Si bien, como es conocido por todos, cualquier persona o entidad puede otorgar créditos siempre que lo haga con recursos propios y no vulnere el límite de la tasa

---

<sup>7</sup> Ver sentencias C-383, C-481, C-700 y C-747 de 1999, y C-208 y C-955 de 2000.



de usura, en el caso de los créditos para la adquisición de vivienda, estos solo pueden ser efectuados por personas jurídicas sujetas a la inspección y vigilancia del Estado a través de las superintendencias Financiera, de Economía Solidaria o Sociedades.

Adicionalmente, se estableció que la tasa de interés remuneratoria no podía superar el 12.4% más la UVR y, en el caso de la vivienda de interés social hasta el 10.7% más la UVR, así como que debía ser fija durante toda la vida del crédito, salvo en los casos en que se previera su disminución; que el monto del crédito no podía superar el setenta por ciento (70%) del valor del inmueble, límite que en el caso de la vivienda de interés social puede llegar al ochenta (80%); para la primera cuota se fijó un límite que no puede ir más allá del treinta por ciento (30%) de los ingresos familiares; se determinó que su plazo podía ir entre los cinco (5) y los treinta (30) años; garantía de los mismos con hipoteca de primer grado, y exigencia de seguros para incendio y terremoto.

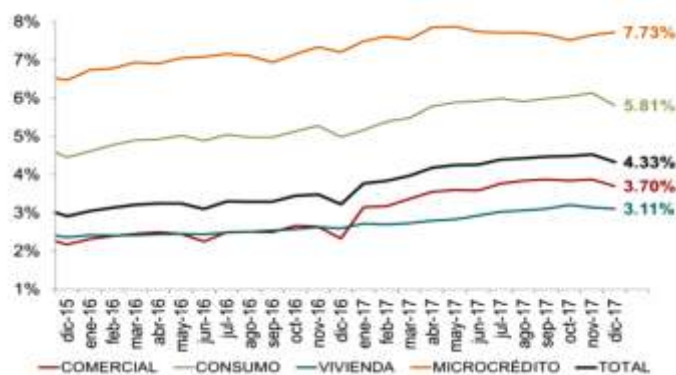
Como se advierte, contrario a lo ocurrido en Estados Unidos, nuestra regulación es muy minuciosa en lo que hace al tratamiento de los créditos para adquisición de vivienda, lo que impide que situaciones como la presentada en dicho país se repita en el nuestro, pero, se reitera, este fue el resultado de los cambios regulatorios producidos como respuesta a la crisis del sistema UPAC, dentro del cual tenían cabida algunas de las prácticas reseñadas en el caso estadounidense, como lo fueron entre nosotros las denominadas cuotas “*supermínimas*” al inicio del crédito y que se iban incrementando a lo largo de los años minando la capacidad de consumo de los prestatarios.

De hecho, si estudiamos el índice de calidad de la cartera hipotecaria actual<sup>8</sup>, encontramos que el de los créditos de vivienda es el que presenta menores problemas de mora en el país, tal como se observa en la Gráfica No. 5<sup>9</sup>.

---

8 Entendido como el porcentaje de obligaciones sin pago sobre el total de la cartera.

9 En “Informe de Actualidad del Sistema Financiero Colombiano”. Superintendencia Financiera de Colombia. Diciembre de 2017.



Gráfica No.5

Este comportamiento de la cartera hipotecaria tiene sustento en buena parte de las medidas regulatorias mencionadas. Porque si bien la vivienda es el principal activo de las familias lo que las hace privilegiar los pagos de sus obligaciones en la materia por encima de otro tipo de obligaciones, es evidente que buena parte de su buen comportamiento también se origina en la adecuada regulación y supervisión.

Baste con pensar en medidas como el porcentaje máximo del valor del inmueble que se permite financiar, recordemos el 70%, lo cual indica que en caso de pérdida del inmueble por falta de pago, las familias no solo perderían su casa, sino también el 30% adicional que tuvieron que poner para poder adquirir su vivienda.

Esta circunstancia contrasta claramente con la situación de riesgo moral que se presentaba en el caso estadounidense, donde si la vivienda costaba cien y el crédito que me habían otorgado para adquirirla era por el mismo valor, no perdía absolutamente nada de mi patrimonio, salvo, obviamente lo pagado por concepto de cuotas, lo que podría tomarse como una especie de arriendo, en caso de dejar de pagar el crédito y abandonar la vivienda.

Igualmente, si la primera cuota del crédito en el caso colombiano no puede superar el 30% de los ingresos familiares, si la tasa es fija y en un escenario normal los ingresos familiares deben incrementarse por lo menos al mismo ritmo

que el IPC, el porcentaje que se destina para el pago del crédito se mantendrá dentro de dicho límite del 30% o incluso podría disminuir a lo largo del término de maduración de la obligación crediticia.

Situación bien distinta a la que se presenta cuando el porcentaje de mis ingresos que requiere la atención del crédito cada mes es mayor, dejando un menor espacio para los otros gastos de sostenimiento de la familia.

Como podemos ver, en resumen, son notorias las diferencias entre los dos esquemas y las consecuencias de los mismos son también relevantes. Así, en el primer caso una falta de regulación y supervisión condujo a la catástrofe mientras en el segundo nos encontrábamos y mantenemos ante un mercado que crece satisfactoriamente y bajo condiciones de riesgo adecuadas, aunque no con los niveles deseables de profundización para el momento del ciclo económico en que nos encontramos.

En este punto de la exposición podemos volver a la inquietud inicial y preguntarnos ¿qué lleva a una situación o a la otra, es un problema simplemente práctico o ideológico producto de una concepción filosófica del Estado y de lo que debe ser su quehacer de cara a la libertad de empresa y autonomía de la voluntad privada?

Aunque a veces tales determinaciones pueden parecer neutras es evidente que a estas subyace una concepción o filosofía política sobre el Estado o en este caso, para lo que nos convoca en estos dos días de disertaciones, sobre el grado de intervención del Estado en las diversas actividades económicas.

Por supuesto una determinación de tal envergadura hace parte de las definiciones propias de las normas fundantes de un Estado como bien lo ha expresado nuestra Corte Constitucional al señalar que *“La Constitución Política de un país consagra las reglas e instituciones jurídicas que conforman la organización política del Estado y su funcionamiento, establece los distintos órganos de gobierno en que éste se distribuye, las relaciones de éstos entre sí y con los miembros de la*

*comunidad, e imprime la orientación ideológica-filosófica-jurídica en que se funda y que inspira sus mandamientos*<sup>10</sup>.

Dicha problemática puede enfrentarse desde una perspectiva abstracta o abordarse desde el análisis de determinados sectores de la economía. Como ustedes ya lo habrán notado, yo lo haré desde la perspectiva del mercado de capitales, por lo cual es preciso, volviendo a nuestro tema inicial sobre las crisis del sector hipotecario, recordar que nuestro artículo 51 superior establece que todos los colombianos tenemos derecho a una vivienda digna, efecto para el cual le corresponde al Estado promover, entre otros, aspectos, el establecimiento de sistemas adecuados de financiación a largo plazo.

Luego, todas las disposiciones sobre las cuales he hecho referencia para el caso colombiano de financiación para la adquisición de vivienda deben enmarcarse en dicho postulado constitucional, el cual a partir de las sentencias de la Corte Constitucional del año 1999 que declararon la inexecutable del sistema UPAC, irradiaron todas las actuaciones estatales en la materia.

Como lo expresé atrás, el Congreso de la República a través de la Ley 546 de 1999 que crea el nuevo sistema, el Gobierno Nacional mediante su reglamentación a través de decretos de intervención y la Junta Directiva del Banco de la República en su condición de autoridad crediticia a la que le corresponde fijar la metodología de cálculo de la UVR y determinar la tasa máxima de interés remuneratorio aplicable, por lo que podemos concluir que nos encontramos ante un sector de la actividad económica con un alto grado de intervención estatal.

Ahora bien, ¿esto mismo ocurre con los otros tipos de créditos, como los comerciales, de tarjeta de crédito, educativos o para la adquisición de vehículos? Indudablemente no, la consecuencia de dicho tratamiento regulatorio proviene de la consagración constitucional del mencionado derecho a la vivienda digna dentro del catálogo de derechos económicos, sociales y culturales o de tercera generación dentro de nuestro texto constitucional.

10 Sentencia C-027 de 1.993.

De ahí que cuando se le preguntó a uno de aquellos magistrados de la época por qué los beneficios de los créditos hipotecarios no se extendían a los prestatarios de créditos para la adquisición de vehículos, este respondió sin sonrojo y simplemente, que para que esto ocurriera era preciso adelantar una reforma constitucional para que se estableciera que todos los colombianos tenemos derecho a un vehículo automotor “digno”.

Por eso, atendiendo a la relevancia del contenido de las normas constitucionales que tratan el mercado de valores para determinar el nivel de intervención estatal en el mismo, conviene que repasemos rápidamente el tratamiento que nuestra Carta Política le otorga, especialmente para que podamos abordar la otra cara de la intervención, en este caso, la deslegalización y, por esta vía, la desregulación.

Bajo esta perspectiva, tengamos presente que las actividades que constitucionalmente se definen como “*financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público*” son consideradas como de interés público y requieren de previa autorización del Estado para su realización, (artículo 335).

¿Pero qué debemos entender por interés público en este tipo de actividades? Repasando la jurisprudencia constitucional encontramos varias respuestas al respecto por lo que podemos vincular dicha noción de “*interés público*” con: i) la importancia que tiene para la economía en general; ii) la confianza pública que todos depositamos en sus agentes y iii) el aspecto que veníamos tratando con anterioridad, la intervención del Estado en su regulación y supervisión en aras de propender por la adecuada protección de ahorradores e inversionistas. Veamos:

### 1) La importancia económica del sector

*“Ha dicho la Corte que la actividad financiera es de interés general, pues en ella está comprometida la ecuación ahorro - inversión que juega papel fundamental en el desarrollo económico de los pueblos. Es por ello que cualquier actividad que implique esta forma de intermediación de recursos, o*

*la simple captación del ahorro de manos del público, debe quedar sometida a la vigilancia estatal. En efecto, en el modelo 'social de derecho', en donde corresponde al Estado conducir la dinámica colectiva hacia el desarrollo económico, a fin de hacer efectivos los derechos y principios fundamentales de la organización política, no resulta indiferente la manera en que el ahorro público es captado, administrado e invertido. La democratización del crédito es objetivo constitucionalmente definido (C.P art. 335) y la orientación del ahorro público hacia determinado propósito común se halla justificada como mecanismo de intervención del Estado en la economía (C.P. art. 334), para lograr la distribución equitativa de las oportunidades y los beneficios del desarrollo. Además, la actividad propiamente financiera tiene repercusión en la soberanía monetaria del Estado, pues es sabido que el papel que el sistema financiero cumple dentro de la economía implica la emisión secundaria de moneda, mediante la creación de medios de pago distintos de los creados por la vía de la emisión, por lo cual su adecuada regulación, vigilancia y control compromete importantes intereses generales. Pero más allá de este interés público, corresponde también al Estado velar por los derechos de los ahorradores o usuarios, razón que también milita para justificar la especial tutela estatal sobre las actividades financiera, bursátil y aseguradora y sobre cualquier otra que implique captación de ahorro de manos del público"<sup>11</sup>.*

Y es que a nadie se le escapa la relevancia que tiene para el desarrollo de un país que las personas y las empresas cuenten con los recursos necesarios para adelantar sus diversos proyectos de consumo e inversión. Pensemos solamente en lo que ocurre cuando un empresario que pretende ampliar su fábrica de calzado no tiene acceso a recursos para llevar a cabo su proyecto. Simplemente menos desarrollo, empleo y bienestar para la región.

Puede ocurrir que nuestro empresario del calzado consiga la financiación, pero a unas tasas muy elevadas o que deba devolver los recursos obtenidos en unos plazos muy breves, con lo cual el proyecto se vuelve financieramente inviable. De

11 Sentencia C-940 del 15 de 2003.

ahí que no solo se precise la existencia del mercado de capitales, sino que es necesario que este opere en condiciones de competencia y eficiencia.

Han sido muchos los economistas que han tratado de explicar por qué unos países crecen y otros no o por qué unos lo hacen a tasas mayores y otros de manera muy lenta. Múltiples respuestas se han dado. Desde las relacionadas con la existencia de recursos naturales -aunque para muchos países esta riqueza ha sido su desgracia-; el respeto a la propiedad privada y el cumplimiento de los contratos; un sistema efectivo de pesos y contrapesos dentro del Estado; el libre comercio y la competencia; la educación; la inversión en ciencia y tecnología. En fin...

Pero una de las posibles respuestas también ha explicado el crecimiento a partir de la existencia de un mercado de capitales profundo y eficiente. Así, desde uno de los trabajos pioneros en la materia en el país, Carvajal y Zuleta<sup>12</sup>, describen algunos de los estudios empíricos internacionales a partir de los cuales es posible establecer que *“(...) el desarrollo del sistema financiero genera un mayor crecimiento económico sostenible en el largo plazo”* y, para el caso colombiano, concluyen que existe *“(...) evidencia estadística para la hipótesis según la cual una mayor eficiencia del sistema financiero (medida como la relación entre el total de activos del sistema y los gastos administrativos y laborales) aumenta la formación bruta de capital fijo, con rezago de un año”*

Se ha vinculado, entonces, el concepto de interés público de estas actividades con la necesidad de mantener un adecuado flujo de recursos del ahorro hacia la inversión como ingrediente esencial para el crecimiento económico, la reducción del desempleo y la distribución equitativa de los beneficios del desarrollo.

## 2) Confianza pública y buena reputación

*“La actividad financiera, bursátil y aseguradora es, pues, una actividad esencial para el desarrollo económico; constituye principal mecanismo de administración del ahorro del público y de financiación de la inversión*

12 En *“Desarrollo del Sistema Financiero y Crecimiento Económico”*. Borradores Semanales de Economía. No. 67. Banco de la República. 1.997.



*pública y privada y está fundada en un pacto intangible de confianza. Se trata de la confianza por parte de los usuarios en que las obligaciones derivadas de la respectiva obligación serán rutinariamente satisfechas. Y esa confianza está a su vez cimentada en una regulación adecuada y en la convicción pública de que las entidades que hacen parte del sistema están vigiladas técnica y profesionalmente. Esa confianza ha de ser permanente, continua, y totalmente extendida para que el sistema funcione. La historia económica global reciente demuestra que este no es un planteamiento meramente teórico: en el momento en que se rompe la confianza, el sistema financiero se paraliza, y con él la economía que de él depende. Las personas empiezan a desconfiar del sistema, y de su capacidad de cumplir la promesa contenida en cada una de las millones de transacciones diarias que dentro de él se realizan. El mantenimiento de esa confianza pública es el objetivo principal de la intervención del estado en este tipo de actividades. En 'eso, principalmente, consiste el carácter de 'interés público' que la Constitución le imprime a este tipo de actividades, y de ahí el particular diseño institucional con el cual el constituyente dotó al Estado para permitirle la intervención en este tipo de actividades económicas"<sup>13</sup>.*

Uno de los aspectos más sensibles de nuestra vida, querámoslo o no, se refiere al manejo que debemos darle al dinero que obtenemos de nuestro trabajo, por ser poseedores de activos (inmuebles y acciones, entre otros) o por recibir una herencia, por ejemplo. Estos recursos podríamos guardarlos bajo el colchón con los consiguientes riesgos en materia de seguridad y pérdida de su valor real por el transcurso del tiempo. De ahí que también, gústenos o no, debemos acudir a entidades especializadas para resguardarlos y, además, obtener una rentabilidad o cuando menos, obtener el equivalente a la variación en el IPC.

Y solamente acudimos a estas entidades porque confiamos en ellas, creemos que los recursos que les entregamos, en el caso de los bancos, por ejemplo, a través de un depósito en cuenta de ahorros, será devuelto en un futuro, en cualquier momento, cuando acudamos a una oficina o a un cajero electrónico.

13 Sentencia C-640 de 2010.



Para proteger esta confianza, justamente, fue necesario modificar el tipo penal de pánico económico y a partir de la Ley 599 de 2000 (artículo 302) incluir en este la divulgación al público o reproducción en un medio masivo de comunicación de *“(...) información falsa o inexacta que pueda afectar la confianza de los clientes, usuarios, inversionistas o accionistas de una institución vigilada o controlada por la Superintendencia Financiera (...)”*. De ahí que el profesor Hernández Quintero<sup>14</sup> al referirse a uno de los antecedentes de dicha modificación, recuerde que:

*“En la misma disposición penal, es necesario incluir un inciso que sancione a quien, a través de maniobra fraudulenta, provoque o estimule el retiro masivo de depósitos de una entidad financiera o cooperativa.*

*Como es de público conocimiento, recientemente Davivienda, una de las más importantes entidades financieras del país, enfrentó retiros de fondos por 30 mil millones de pesos, por cuenta de un rumor difundido, vía Internet, en el que se anunciaba una posible intervención de esta institución bancaria. Gracias a la oportuna y seria actuación del Ministerio de Hacienda, el Banco de la República y el buen manejo de la situación por parte de las directivas de Davivienda, se evitó un pánico financiero de consecuencias incalculables.*

*Al revisar el tipo penal de Pánico económico, se encuentra que en él se sanciona el realizar maniobra fraudulenta para procurar alteración en el precio de los artículos o productos oficialmente considerados de primera necesidad o el de los salarios, materias primas, acciones o valores negociables. Como puede observarse, en ninguna parte de esta norma se prevé la posibilidad de que el pánico económico se genere por maniobra fraudulenta que provoque o estimule la corrida de depósitos de una entidad financiera, que es el daño concreto que puede causarse a dichas entidades y al orden económico social, cuando estas insidiosas afirmaciones se producen”*

14 En *“El delito de pánico económico en el nuevo Código Penal”*. Revista de Derecho Penal y Criminología. Universidad Externado de Colombia. Volumen 22, número 73. 2001.

Si perdemos la confianza en una de estas entidades, buscaremos otra, pero si la perdemos en el conjunto de todas las entidades, no tendremos alternativa que volver al colchón, de ahí que la confianza sea tan relevante en este tipo de mercado y por qué las afectaciones de la confianza en una de estas se trasladan tan fácilmente al conjunto de las entidades pudiendo generar, incluso, situaciones de riesgo sistémico.

Sin embargo, los problemas de pérdida de confianza no se originan solamente en conductas delictivas de terceros, también pueden provenir de los administradores y funcionarios de las entidades vigiladas, por lo que la confianza va de la mano con la buena reputación de las mismas.

Por eso uno de los riesgos que les corresponde administrar es el reputacional, el cual muchas veces va asociado a la conducta tanto individual como colectiva del gremio de entidades, sus administradores y funcionarios. Recordemos para el efecto la situación que se presentó con la que era la sociedad comisionista de bolsa más grande del país a comienzos de la presente década, Interbolsa. Aunque las situaciones irregulares e incluso delictivas se presentaron por parte de algunos de sus funcionarios y administradores, el público asoció estas conductas con la totalidad del gremio de sociedades comisionistas de bolsa lo que llevó a muchos clientes a retirar sus recursos de este tipo de entidades.

En consecuencia, podemos afirmar que la confianza y buena reputación de las entidades les permite a los ahorradores e inversionistas entregarles sus recursos con la seguridad de que estos serán gestionados de manera segura, salvaguardando sus intereses, respetando sus instrucciones y devueltos cuando así lo necesiten.

### **3) Intervención del Estado en su regulación y supervisión como mecanismo para proteger adecuadamente a ahorradores e inversionistas**

*“De igual manera, en relación con la actividad bursátil, la Corte ha estimado que (i) al igual que sucede con las entidades financieras, la actividad bursátil*

*es de interés público; (ii) el carácter de interés público de esa actividad se concreta en la inspección y vigilancia de la Superintendencia de Valores, hoy Financiera de Colombia, la cual debe intervenir para mantener el mercado bursátil debidamente organizado, 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; (iii) el ejercicio de la actividad es reglado, como quiera que la legislación y la inspección gubernamental determinan cuáles transacciones deben llevarse a cabo obligatoriamente a través de bolsas de valores, qué montos y cómo deberá efectuarse cada transacción; (iv) se trata de una actividad sometida a autorización gubernamental previa; (v) el Estado ha intervenido en esta actividad de manera especial para prevenir conductas delictivas, tales como, el lavado de activos y la utilización de esta labor para fines diferentes al interés público; y (vi) la actividad bursátil es una de aquellas en que se manifiesta la potestad administrativa sancionatoria.*

*Desde la anterior perspectiva, las actividades bancaria, bursátil, aseguradora o cualquier otra vinculada con la captación de recursos de los inversionistas o ahorradores se encuentran sometidas a un régimen estricto de intervención del Estado, en el sentido de requerir autorizaciones previas para su funcionamiento, e igualmente, son constantemente vigiladas y controladas por organismos gubernamentales de carácter técnico, llamados a ejercer funciones de policía administrativa, como lo es la Superintendencia Financiera de Colombia, con el propósito de asegurar la confianza en el sistema financiero, así como garantizar la transparencia de las actividades realizadas por las entidades vigiladas, evitar la comisión de delitos, en especial, relacionados con el lavado de activos, y proteger los intereses de terceros de buena fe que pueden resultar lesionados por operaciones de mercado irregulares, inseguras o inadecuadas”<sup>15</sup>.*

Acá vemos cómo el concepto de interés público se relaciona con nuestro tema de estudio, es decir, con la intervención del Estado a través de la regulación y

15 Sentencia C-860 de 2006.

supervisión sobre todos los aspectos del devenir social de estas entidades, desde su autorización para operar hasta el momento de su salida voluntaria o forzosa del mercado, orientada a la protección de los derechos e intereses de ahorradores e inversionistas.

Pues bien, como hablamos de regulación e intervención en el mercado de capitales detengámonos un momento para revisar cómo se producen estos fenómenos a partir del reparto de competencias efectuado por el texto constitucional y en nuestro camino a lo que hemos denominado como deslegalización y desregulación del mercado.

Así, en lo que podríamos denominar una primera etapa o momento “regulatorio”, el literal d) del numeral 19 de su artículo 150 establece que al Congreso le corresponde dictar lo que conocemos como leyes cuadro o marco, es decir, normas generales en las que se fijan los objetivos y criterios a los que se tiene que sujetar el Gobierno Nacional al regular las actividades propias del mercado de capitales.

Le corresponde entonces al Presidente de la República como Suprema Autoridad Administrativa en una posterior instancia “intervenir” en las actividades del mercado de capitales, por supuesto, con sujeción a los límites determinados mediante la ley marco en la materia.

Esta técnica de intervención en la economía compuesta por ley marco y decretos de intervención ha sido caracterizada así por nuestra Corte Constitucional:

*"Lo característico de la figura contemplada por el artículo 150, numeral 19, de la Constitución Política, es la distribución de competencias, en fases distintas, en lo referente a la regulación de las materias que la norma enuncia: mientras el Congreso, mediante ley, señala reglas y criterios generales, el Ejecutivo los desarrolla en concreto, en ejercicio de una función típicamente administrativa.*

*(...) Este (el Congreso) agota su actividad al fijar las pautas y directrices en cuya virtud se oriente la tarea estatal de regulación en los asuntos previstos por la norma, y deja paso a la gestión administrativa del gobierno (art. 189-25 C.P.), que resulta ser mucho más amplia que la potestad reglamentaria referente al común de las leyes (art. 189-11 C.P.), aunque delimitada por los criterios consagrados en las disposiciones básicas dictadas por el legislador<sup>16</sup>.*

En consecuencia, hasta acá tenemos dos instrumentos de la actuación estatal, las leyes marco y los decretos de intervención gubernamental, por lo cual es necesario detenernos un momento en la naturaleza de estos últimos y preguntarnos ¿si la típica facultad de reglamentar las leyes se encuentra prevista en el numeral 11 del mencionado artículo 189, los decretos que hemos llamado de intervención (numeral 25) tienen una fuerza superior a aquellos?

Lo primero que podemos concluir, revisando los artículos 3º de la Ley 35 de 1993 (incorporada en el artículo 48 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero o Decreto-Ley 663 de 1993) y 4º de la Ley 964 de 2005, las dos leyes marco en la materia, la primera en temas financieros y la segunda en los del mercado de valores, es que las facultades que allí se le otorgan al Gobierno Nacional van mucho más allá que una facultad simplemente reglamentaria.

Así, el Gobierno Nacional puede, entre otras atribuciones, autorizar nuevas operaciones, establecer requerimientos patrimoniales de acuerdo con los riesgos que asuman las entidades, señalar nuevas actividades como integrantes del mercado de valores, calificar como valor a nuevos instrumentos financieros y señalar, en términos generales, la regulación aplicable a las entidades que hacen parte de los dos mercados.

Como se advierte fácilmente se trata de facultades de una enorme amplitud y que dotan al Gobierno Nacional de un amplio espectro de atribuciones de cara a los

---

16 Sentencia C-608 de 1999. En el mismo sentido ver, entre otras, las sentencias C-465 y C-510 de 1992, C-021 de 1994, C-129 de 1998, C-700 de 1999, C-955 de 2000, C-126 y C-948 de 2003, y 432 de 2004.

sectores sujetos a su regulación. Sin embargo, ¿esta extensión les permite derogar disposiciones de rango legal?

Este tema había sido abordado por la Corte Suprema de Justicia, cuando correspondía a esta el ejercicio del control de constitucionalidad, al analizar la facultad contenida en el numeral 14 del artículo 120 de la Constitución anterior. Recordemos en este punto que el mencionado artículo indicaba que le correspondía al Presidente de la República, *“ejercer, como atribución constitucional propia, la intervención necesaria en el Banco de Emisión y en las actividades de personas naturales o jurídicas que tengan por objeto el manejo o aprovechamiento y la inversión de los fondos proveniente del ahorro privado”*.

A partir de definición de *“atribución constitucional propia”* y el concepto de ley cuadro o marco, la Corte Suprema de Justicia elaboró la teoría de los *“reglamentos autónomos constitucionales”* con sustento en la cual consideró que los decretos expedidos a su amparo iban más allá de la simple potestad reglamentaria y podían, en consecuencia, derogar la ley. Así, en sentencia de 1969, sostuvo que:

*“(…) el ejecutivo ejercita, como atribución constitucional propia, con poderes que naturalmente comprenden la derogación o modificación de las leyes que quedan dentro de su órbita, la función de dictar normas que aunque conceptualmente sean próximas a una potestad reglamentaria ampliada, no son ya reglamentos particulares y de detalle, para la simple ejecución de la ley como los del artículo 120, numeral 3º del orden actual. Como las leyes cuadros o normativas son distintas a las leyes ordinarias, de la misma manera los decretos dictados para desarrollar las primeras tienen un carácter diverso a los decretos simplemente reglamentarios, que acaban de citarse, los primeros tendrán fuerza de ley aunque así no se diga de modo claro porque jurídicamente deben asimilarse a los expedidos en virtud de las facultades del numeral 12 del artículo 76 (facultades extraordinarias)”<sup>17</sup>.*

17 Citado en *“El principio de igualdad en la actividad financiera”*. Luis Fernando López Roca. Universidad Externado. 2012.

Sin embargo, a partir del nuevo andamiaje constitucional, con la eliminación de dicha atribución constitucional “*propia*” en el nuevo texto Superior y el señalamiento de las facultades para el Congreso y el Presidente que vimos atrás, el Consejo de Estado ha manifestado que:

*“Si bien estos decretos son reglamentarios que concurren con la ley hacia la regulación de determinados asuntos, coadyuvando a la voluntad del legislador en el ámbito material, es también evidente la subalternidad jurídica que tales actos administrativos acusan frente a la ley. Al respecto baste observar cómo la misma Carta registra en su artículo 241-5 como decretos con fuerza de ley únicamente a los dictados por el gobierno con fundamento en los artículos 150-10 y 341, al igual que los expedidos con apoyo en el artículo 215 eiusdem. (...) Claro es también que merced al fenómeno de la 'deslegalización', al tiempo que la Constitución le traza precisos linderos al Congreso en materia de 'leyes marco', le concede al ejecutivo un amplio campo de acción normativa. 'Deslegalización' que si bien responde a la necesidad de reducir la frecuencia y extensión de los decretos extraordinarios, en modo alguno entraña un traslado de facultades legislativas a favor de la esfera gubernamental (...) Pero si lo anteriormente dicho es cierto, no lo es menos que los decretos dictados en desarrollo de una ley-cuadro ostentan una condición jurídica superior a la de los decretos reglamentarios, que no obstante tipificarlos como actos administrativos, pone de manifiesto su clara vocación derogatoria de las leyes anteriores, siempre que éstas no sean orgánicas o estatutarias”<sup>18</sup>.*

Como se advierte, entonces, es evidente que el ámbito de actuación de los decretos de intervención dictados al amparo de las leyes marco en materia del mercado de capitales, es muy superior al de un simple decreto reglamentario, pero ya no ostentan el rango material de ley como podía ocurrir en el pasado, aunque, curiosamente, sí pueden derogar leyes anteriores, en los términos de la última jurisprudencia citada.

<sup>18</sup> Sentencia del 11 de junio de 1998. Sección Segunda de la Sala de lo Contencioso Administrativo.



Y permítanme en este momento una anécdota de tipo personal. Aunque dicha jurisprudencia de la máxima instancia de la jurisdicción contenciosa administrativa es del año noventa y ocho, quizá por lo arraigado que se encuentra entre nosotros el concepto de pirámide kelseniana, para el año 2005 aun no era claro en muchas instancias de la administración pública esta posibilidad de derogar la ley previa por parte de los decretos de intervención.

En esa época trabajaba yo en el Ministerio de Hacienda y Crédito Público y, una vez expedida la nueva ley marco del mercado de valores, la ya mencionada Ley 964 de 2005, nos correspondía preparar los nuevos decretos que la desarrollaran.

Uno de estos correspondía al ejercicio de algunas de las facultades previstas en el artículo 4º sobre la actividad de administración de lo que en el pasado eran los fondos de valores, fondos de inversión, fondos comunes ordinarios y fondos comunes especiales, que pasarían a denominarse con la nueva regulación carteras colectivas, hoy fondos de inversión colectiva.

Pues una gran parte de la regulación vigente en la materia se encontraba en una norma con rango legal, el ya mencionado Decreto-Ley 663 de 1993 o Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, el cual, por supuesto era necesario derogar para dictar la nueva regulación en la materia.

No saben ustedes las horas que nos costó convencer a los funcionarios de la Secretaría Jurídica de la Presidencia de la República sobre la viabilidad jurídica de efectuar tal derogatoria, la cual, para ellos, apegados a la pirámide kelseniana aprendida en los cursos de Introducción al Derecho, no era más que una desmesura por parte del Ministerio de Hacienda.

Y, por supuesto, que no lo era, correspondía simplemente a la llegada a nuestro mercado de valores del concepto de deslegalización que no es otra cosa que el cambio de competencias entre el Congreso y el Presidente de la República. Por eso, frente a la materia que ahora, mediante el expediente de la ley marco, el



primero ha considerado que debe ser regulado por el Gobierno Nacional, este cuenta con el alcance normativo suficiente para derogar las leyes previas sobre el particular. De ahí que algunos consideren, siguiendo un poco con el escalamiento propio del sistema de fuentes, que la derogatoria de la ley no ocurre en virtud del decreto de intervención sino por medio de la ley que entrega la competencia al ejecutivo.

Por tanto, esta deslegalización implica la existencia de decretos de naturaleza típicamente administrativa pero que tienen la posibilidad de modificar y derogar normas de rango legal, lo cual no es nada diferente que el desarrollo mismo de la técnica de intervención propia de las leyes marco o cuadro, por lo cual no debe sorprendernos en modo alguno.

Y esta situación se hizo tan patente con la Ley 964 de 2005 que el primer decreto que se expidió a su amparo, el 3767 del 21 de octubre de 2005 estableció que el 40% de los miembros del consejo directivo de las bolsas de valores tendrían la calidad de independientes y señaló también que las bolsas podrían eliminar las suplencias en sus consejos directivos vía reforma estatutaria, lo cual no era más que una derogatoria parcial de las normas del Código de Comercio que establecen que las juntas directivas de las sociedades anónimas, como lo son las bolsas de valores, deben contar con suplentes.

Pero esta situación no debe asombrarnos en modo alguno porque, además, lo que se inició como un proceso de *“deslegalización”* mediante la regulación por parte del Gobierno Nacional de múltiples materias del mercado de valores ha continuado. Y hoy se produce no solo mediante decretos sino también a través de normas de rango menor como las circulares de la Superintendencia Financiera e, incluso, mediante regulación dictada por un órgano de naturaleza privada como lo es el Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia o las mismas entidades que desarrollan esta actividad.

Para el efecto vamos a analizar ahora la forma en que hoy se encuentra regulada una de las actividades medulares del mercado de valores: la intermediación para

la compra y venta de valores, en lo que puede denominarse una verdadera “*cascada*” de normas en la materia.

Así, en primer término, encontramos la Ley 964 de 2005 que señala como una de las actividades del mercado de valores a la intermediación de valores y le otorga facultades al Gobierno Nacional para regular la materia.

Este, a su vez, mediante el Decreto 1121 de 2008, incorporado en el Decreto 2555 de 2010 o decreto único del sector financiero, asegurador y del mercado de valores, ya con un mayor grado de minuciosidad, como corresponde a su facultad de intervención, reguló, entre otros aspectos las operaciones que se entienden dentro del concepto de intermediación, las entidades autorizadas para llevarlas a cabo y los deberes de los intermediarios.

Posteriormente, la Superintendencia Financiera de Colombia mediante la Circular Externa No. 019 de 2008, hoy incorporada en la Circular Básica Jurídica, expidió normas sobre el particular, en otros aspectos aún más puntuales de la materia, en ejercicio de su atribución de instrucción, por lo cual es preciso realizar un paréntesis para referirnos a dicha facultad.

Recordemos inicialmente, que, así como al Presidente le corresponde intervenir en el mercado de valores, también la Constitución Política le atribuye la facultad de *“ejercer, de acuerdo con la ley, la inspección, vigilancia y control sobre las personas que realicen actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público”*, la cual se realiza por intermedio de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Así, para el adecuado ejercicio de las facultades de inspección y vigilancia que le son propias, la Superintendencia cuenta con la denominada facultad de instrucción, la cual le permite *“Instruir a las entidades sujetas a su inspección y vigilancia permanente o control acerca de la manera como deben cumplirse las disposiciones que regulan su actividad en el mercado de valores, fijar los*

*“criterios técnicos y jurídicos que faciliten el cumplimiento de tales normas y señalar los procedimientos para su cabal aplicación”.*

Aunque el alcance de esta facultad ha sido objeto de innumerables debates en lo que hace a su alcance, toda vez que debe entenderse como un instrumento auxiliar de su atribución natural de supervisión y no como una facultad regulatoria en sí misma considerada, para el tema que nos convoca aquí tengamos solamente presente que en ejercicio de tal función de instrucción dictó la mencionada Circular Externa No. 019 de 2008 para precisar el alcance de las normas dictadas por el Gobierno Nacional en lo que a la intermediación de valores se refiere.

Pero en la misma Circular la Superintendencia indicó que *“Los organismos de autorregulación del mercado de valores actuarán como supervisor de primera línea en la actividad de intermediación de valores. Para tal efecto, en concordancia con la función normativa... expedirán la normatividad que desarrolle los principios y deberes determinados por la Ley, por el Gobierno Nacional y por la Superintendencia Financiera de Colombia. Lo anterior, con el fin de buscar la integridad del mercado y la protección de los inversionistas. En este sentido, los organismos de autorregulación del mercado de valores expedirán las normas para el funcionamiento adecuado de las actividades y operaciones que constituyen intermediación en el mercado de valores”.*

Permítanme, entonces, una nueva digresión para que tengamos claros quiénes son estos *“organismos de autorregulación”*. Aunque las bolsas de valores ya cumplían funciones de autorregulación, fue la Ley 964 y la posterior reglamentación del Gobierno Nacional la que permitió la creación de organismos de autorregulación independientes por fuera de las bolsas de valores. En la actualidad solo existe un organismo de autorregulación en el país, el denominado Autorregulador del Mercado de Valores (en adelante AMV), corporación de naturaleza privada sometida a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera.

AMV, de acuerdo con la ya mencionada Ley 964 de 2005, ejerce las funciones normativa, de supervisión, disciplinaria y de certificación sobre los intermediarios

del mercado de valores y las personas naturales que participan en la realización de tal actividad.

La primera de estas funciones consiste “(...) en la adopción de normas para asegurar el correcto funcionamiento de la actividad de intermediación”, las cuales se recogen en reglamentos que deben ser previamente autorizados por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Pues bien, una vez expedida la mencionada Circular 019, el Autorregulador del Mercado de Valores en ejercicio de su función normativa y siguiendo la orden impartida por la Superintendencia Financiera, procedió a expedir disposiciones en materia de intermediación de valores y así encontramos todo un Libro en su Reglamento en que se trata la actividad de intermediación de valores con todo lujo de detalles, desarrollando el contenido de los deberes de los intermediarios y dictando normas totalmente nuevas en materia del denominado Libro Electrónico de Órdenes (LEO) con lo cual se regula íntegramente la actividad de recepción y ejecución de órdenes por parte de las sociedades comisionistas de bolsa.

Y como si esto fuera poco, frente a varios de estos deberes el Autorregulador utiliza el expediente de remitir a los propios intermediarios, es decir, los establecimientos bancarios, sociedades fiduciarias, sociedades administradoras de fondos de pensiones y de cesantías, y sociedades comisionistas de bolsa, la regulación de muchos aspectos de la misma actividad de intermediación, a través de las denominadas políticas y procedimientos internos o mediante sus códigos de gobierno corporativo, como es el tratamiento de los conflictos de interés, la información a suministrar a los clientes sobre las operaciones que van a efectuar, la forma como cumplirán el deber de documentación y protegerán la confidencialidad de los datos recibidos por sus clientes y las operaciones por ellos realizadas, entre otros.

Nótese, entonces, cómo nuestro proceso llamado inicialmente de deslegalización se ha convertido en un proceso de desregulación mediante la atribución de facultades para que los agentes privados regulen un sinnúmero de materias

propias de la actividad de intermediación de valores, volviendo por esta vía a un escenario, pero en actividad distinta, similar al que habíamos tratado al comienzo sobre el sector hipotecario en los Estados Unidos.

Por supuesto no podemos asumir automáticamente que un esquema como el descrito nos llevará a una situación como la expuesta, simplemente se trata de un ejercicio académico que permite dilucidar cómo las competencias en materia de regulación del mercado de valores han avanzado, por lo menos en el caso de la intermediación de valores, desde la deslegalización a la desregulación, a través de lo que he llamado atrás una “*cascada*” de regulación, tal como podemos observar en el Cuadro No. 1.

**Cuadro No. 1**

Nivel 1	Ley marco: Ley 964 de 2005
Nivel 2	Decretos de intervención: Decreto 2555 de 2010
Nivel 3	Circulares de la Superintendencia Financiera: Circular Básica Jurídica
Nivel 4	Reglamento de AMV
Nivel 5	Políticas y procedimientos, así como códigos de gobierno corporativo de los intermediarios

Por tanto, podemos afirmar que, en este caso, nuestro péndulo regulatorio se encuentra más cerca de la desregulación, repito, únicamente para el caso específico de la intermediación de valores.

En Estados Unidos, mientras, como respuesta a la crisis hipotecaria se hizo necesaria una mayor intervención, de ahí que mediante la Dodd-Frank Act de 2010 se hayan adoptado medidas tales como la creación de una agencia especializada en la protección de los inversionistas; la exigencia de suministro a los clientes de información concisa, clara y sencilla en la promoción de productos y servicios; la identificación de entidades cuya quiebra pueda suponer una amenaza para la estabilidad financiera (tamaño, endeudamiento, interconexión) con el propósito

de exigirles condiciones patrimoniales más severas y someterlas a una supervisión más estricta; regulación sobre salida de entidades sin afectar a los contribuyentes y normas sobre gobierno corporativo para que los accionistas cuenten con voz y voto, si bien no vinculante, en lo que hace a remuneraciones de los directivos y contratos que estos celebren.

Igualmente, en aspectos más concretos de nuestra crisis hipotecaria tratada al comienzo, en caso de titularizaciones se exige que el agente originador retenga un porcentaje del riesgo crediticio y facilite información sobre el activo subyacente; se regulan los conflictos de interés por parte de las agencias de calificación crediticia y se propende por la transparencia en el proceso de calificación a partir de la difusión de sus metodologías.

Como se observa, se trata de mayor intervención del Estado y, por ende, menos margen para la autonomía de la voluntad privada. Pero como el péndulo, por una simple ley de la física, siempre debe volver a su posición anterior, ya el Presidente Trump ha manifestado que la Dodd Frank está afectando la posibilidad de los bancos de otorgar mayores cantidades de crédito por lo cual es preciso su modificación para no afectar el desarrollo económico del país vía una restricción del crédito a los hogares y las empresas.

Las anteriores reflexiones, entre otros aspectos, no deben conducir a conclusiones apresuradas acerca de que, per se, alguno de los sistemas en cuestión es mejor que el otro, pues no puede plantearse la intervención o la desregulación como extremos incompatibles. Seguramente, como en muchos temas de la vida, lo mejor será un punto medio, en que el Estado intervenga, pero solo hasta donde sea necesario, después de realizado un análisis de costo y beneficio y sin que exista otra alternativa viable más razonable, para que no entorpezca la actividad privada, verdadera generadora de riqueza, con regulaciones y requisitos burocráticos e innecesarios.

En nuestro caso, el esquema de autorregulación para el tratamiento de la actividad de intermediación de valores sigue en proceso de ajuste y aunque

muchos consideren que debe eliminarse después de demostrar su fracaso en el caso de Interbolsa, hasta el momento ha mostrado más virtudes que defectos, por lo cual, más que un cambio tajante que le devuelva sus atribuciones regulatorias al Estado, exige ajustes puntuales, varios de los cuales ya se han realizado, en temas como el gobierno corporativo del AMV o la forma en que dicha entidad debe ser supervisada por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Muchas gracias.