

Régimen del mercado de valores

Tomo I

**Introducción al derecho
del mercado de valores**

JUAN CARLOS VARÓN PALOMINO
GERMÁN DARÍO ABELLA ABONDANO
(Coordinadores)

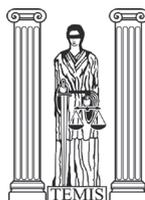
RÉGIMEN
DEL MERCADO DE VALORES

JUAN CARLOS VARÓN PALOMINO
GERMÁN DARÍO ABELLA ABONDANO
(Coordinadores académicos)

RÉGIMEN DEL MERCADO DE VALORES

TOMO I

Introducción al derecho
del mercado de valores



Bogotá - Colombia
2017

Régimen del mercado de valores - 4 tomos / Juan Carlos Varón Palomino, Germán Darío Abella Abondano (Coordinadores). – Bogotá: Universidad de los Andes, Facultad de Derecho, Ediciones Uniandes: Temis, 2017.

301 páginas: 16 x 23 cm.

Otros autores tomo 1: Felipe Alonso Rincón Ospina, Néstor Camilo Martínez Beltrán, Juan Manuel López, Carlos Aldana Gantiva, Germán Darío Abella Abondano, Néstor Fagua Guauque

Contenido : tomo 1. Introducción al derecho del mercado de valores – tomo 2. Emisión y oferta de valores – tomo 3. Intermediación en el mercado de valores – tomo 4. Otras instituciones de los mercados de valores.

ISBN 978-958-35-1133-2

1. Bolsa de valores - Legislación I. Universidad de los Andes (Colombia). Facultad de Derecho.

© Juan Carlos Varón Palomino y Germán Darío Abella Abondano

© Felipe Alonso Rincón Ospina, Néstor Camilo Martínez Beltrán, Juan Manuel López, Carlos Aldana Gantiva, Germán Darío Abella Abondano, Néstor Fagua Guauque

© Universidad de los Andes, Facultad de Derecho, 2017.

© Ediciones Uniandes

Calle 19 núm. 3 – 10, oficina 1401

Bogotá, D. C., Colombia

Teléfono: 3394949, ext. 2133

<http://ediciones.uniandes.edu.co>

infeduni@uniandes.edu.co

© Editorial Temis S. A., 2017.

Calle 17 núm. 68D - 46, Bogotá.

www.editorialtemis.com

ISBN: 978-958-35-1132-5 (La obra)

978-958-35-1133-2 (Tomo I)

2886 20170011900

ISBN e-book: 978-958-774-513-9

Diseño de cubierta: Neftali Vanegas

Universidad de los Andes | Vigilada Mineducación.

Reconocimiento como universidad: Decreto 1297 de 30 de mayo de 1964.

Reconocimiento de personería jurídica: Resolución 28 de 23 de febrero de 1949, Minjusticia.

Acreditación institucional de alta calidad, 10 años: Resolución 582 del 9 de enero de 2015, Mineducación.

Hecho el depósito que exige la ley.

Impreso en Editorial Nomos.

Diag. 18bis núm. 41 - 17, Bogotá.

Todos los derechos reservados. Esta publicación no puede ser reproducida ni en su todo ni en sus partes, ni registrada en o transmitida por un sistema de recuperación de información, en ninguna forma ni por ningún medio, sea mecánico, fotoquímico, electrónico, magnético, electro-óptico, por fotocopia o cualquier otro, sin el permiso previo por escrito de los editores.

PREFACIO

La obra que el lector tiene en sus manos es el fruto de un esfuerzo colectivo de más de seis años, realizado por un equipo integrado por treinta y dos abogados expertos en temas de Derecho del Mercado de Valores.

Este proyecto académico y editorial surgió a mediados del año 2010, en el seno de la Especialización en Legislación Financiera de la Universidad de los Andes, donde los docentes del Módulo de Mercado de Valores, Germán Darío Abella Abondano, Carlos Andrés Aldana Gantiva, Felipe Rincón Ospina, y el entonces Director del Programa, Juan Carlos Varón Palomino, preocupados de tiempo atrás por la ausencia en la región latinoamericana de materiales de enseñanza estructurados y comprensivos, en idioma español, sobre el régimen jurídico del mercado de valores, concibieron una obra colectiva que contribuyera a llenar este vacío, y formaron el grupo base que asumió el desafío de diseñarla, estructurarla y hacerla realidad.

Luego de un período inicial de reflexión y discusión, se definió el perfil y propósito de la obra: un texto de divulgación, referencia y consulta, centrado en la presentación y el estudio de las instituciones y los principios jurídicos que actualmente integran el régimen de los mercados de valores, más que en la exposición y comentario de reglas legales particulares, o de un sistema normativo nacional específico, dirigido al creciente público interesado de los países latinoamericanos: operadores del mercado de valores, sus reguladores y supervisores, los abogados practicantes, los docentes y estudiantes y otros estudiosos de la materia.

Como referentes de derecho comparado, considerando los niveles relativos de desarrollo de los correspondientes mercados de capitales, se tomaron los siguientes países: Estados Unidos, Unión Europea (España), México, Chile, Colombia y Perú. No obstante, la obra no constituye un trabajo de derecho comparado, y las referencias que se hacen a normas de varios países buscan básicamente ilustrar el tratamiento de los temas estudiados.

Por el enfoque adoptado y la diversidad y complejidad de los temas que se pretende abordar, la empresa propuesta resultó ser de largo aliento, y para acometerla se convocó a participar a juristas conocedores de los mismos, quienes con amor a la academia, entusiasmo y responsabilidad, aceptaron la invitación y se encargaron de escribir los capítulos o secciones correspondientes, con el seguimiento de coordinadores temáticos. En nombre

del grupo base y de la Facultad de Derecho de la Universidad de los Andes, expresamos nuestra gratitud, admiración y reconocimiento, a todos y cada uno de los autores y autoras que seguidamente se mencionan en orden alfabético, que hicieron posible esta obra colectiva. El lector encontrará sus perfiles al comienzo de las respectivas contribuciones:

- Germán Darío Abella Abondano
- Carlos Andrés Aldana Gantiva
- Arturo Ardila Ramírez
- Juana Beltrán Echeverri
- José Yesid Benjumea Betancur
- Alberto Boada Ortiz
- Pilar Cabrera Portilla
- Juan Pablo Cárdenas Mejía
- Mariana Castellanos Ramírez
- Felipe Gaviria Liévano
- Francisco Gómez Rueda
- Néstor Raúl Fagua Guauque
- Jeanette Forigua Rojas
- Carlos Fradique-Méndez López
- Carolina Largacha Buraglia
- Juan Manuel López León
- Néstor Camilo Martínez Beltrán
- María Victoria Moreno Jaramillo
- Germán Eduardo Nieto Olivar
- Lissa Parra Alarcón
- Ana María Prieto Ariza
- Daniel Ricardo Rincón Vargas
- Jaime Rincón
- Felipe Rincón Ospina
- Diana Rivera Andrade
- César Augusto Rodríguez Martínez
- Guillermo Quiroga Barreto
- Liliana Paola Saavedra Camerano
- Diego Felipe Trujillo Vargas
- Juan Carlos Varón Palomino
- Stella Villegas de Osorio
- Sandra Milena Villota Mariño

Para asegurar la calidad y coherencia de la obra colectiva, el enfoque y la estructura propuestos por el grupo base fueron discutidos con los demás autores, y se enriquecieron con las sugerencias recibidas. Las contribuciones se sometieron a un proceso de calidad riguroso, que incluyó la preparación y revisión del enunciado temático por desarrollar (*outline*) y la bibliografía de soporte; la redacción del borrador inicial, su revisión por parte del coordinador temático, a partir de la cual se formularon a los autores sugerencias para el fortalecimiento de los textos respectivos, sin perjuicio de la autonomía intelectual de cada autor; la entrega de la versión final de cada contribución; la integración de todas las contribuciones en un cuerpo único y la elaboración de la tabla de contenido y el índice alfabético de materias, tareas estas que fueron realizadas con el apoyo del doctor Alejandro Torres Cortés, a quien expresamos aquí nuestro especial reconocimiento por su dedicación, responsabilidad, rigor y eficiencia, y una última revisión de conjunto por parte del grupo base para afinar la articulación de los capítulos como un todo coherente, en la cual se contó con el valioso apoyo del doctor Jorge Mario Rodríguez Ramírez. Así mismo,

la obra colectiva fue revisada por los pares externos designados por la Facultad de Derecho, distintos de los autores, en cumplimiento de las políticas de publicación de la institución, quienes efectuaron importantes observaciones que fueron tomadas en consideración. Finalmente, la coordinación académica de toda la obra fue realizada por los profesores Juan Carlos Varón Palomino y Germán Darío Abella Abondano.

Habida cuenta de la extensión del material resultante de este esfuerzo mancomunado, se resolvió agrupar los textos elaborados en cuatro tomos, cuya sinopsis es la siguiente:

TOMO I. INTRODUCCIÓN AL DERECHO DEL MERCADO DE VALORES

En este tomo se desarrolla la parte dogmática del Derecho del Mercado de Valores, como disciplina jurídica con rasgos autónomos, sin perjuicio de su relación con otras áreas del Derecho.

Para el efecto, en el capítulo I se tratan los aspectos básicos del Derecho del Mercado de Valores, a partir de los objetivos y principios internacionales de regulación de los mercados de valores, la naturaleza y características de este Derecho, sus fuentes, sus relaciones con otras áreas del Derecho, la intervención del Estado en el mercado de valores, la arquitectura de los mercados de valores, y los registros públicos de dicho mercado. Así mismo, al final de este capítulo, como complemento, se incluyeron dos anexos, uno sobre la evolución y el desarrollo normativo del mercado de valores en Colombia, y otro con una breve referencia al tema de las crisis mundiales y nacionales del mercado de valores y su incidencia en la regulación.

En el capítulo II se trata el tema de los valores y otros activos o instrumentos financieros negociables en el mercado de valores, desde la perspectiva del concepto de valor en el Derecho Comparado y en Colombia, y el tratamiento normativo vigente en este país a partir de la expedición de la Ley 964 de 2005.

TOMO II. EMISIÓN Y OFERTA DE VALORES

El segundo tomo de la obra se dedica al estudio de las actividades de emisión y oferta de valores. El capítulo I aborda la temática de la oferta pública como actividad del mercado de valores, tanto en el mercado primario como en el mercado secundario, así como la tutela de los derechos de los inversionistas.

El capítulo II se ocupa de la oferta privada de valores, diferenciándola de la oferta pública y presentando una panorámica de Derecho Comparado en punto de su regulación en varios países de la muestra. Así mismo se trata

lo relativo a los agentes que participan en los mercados de oferta privada (emisores, intermediarios y otros agentes), y se estudia el funcionamiento e infraestructura de estos mercados.

El capítulo III profundiza en el régimen de los emisores de valores, precisando el concepto de emisor, las clases de emisores, los criterios de supervisión y regulación de estos y sus principales deberes.

El capítulo IV trata sobre las calificadoras de riesgo, resaltando, entre otros aspectos, los principios internacionales sobre la actividad de calificación, la utilidad de las calificaciones, los requisitos de acceso a la actividad y su ejercicio, y el tratamiento de las calificaciones de riesgos, así como el gobierno, la responsabilidad, supervisión y autorregulación de las sociedades calificadoras.

TOMO III. INTERMEDIACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES

El tercer tomo de la obra colectiva tiene por objeto el estudio de la actividad de intermediación en el mercado de valores. En primer término, en el capítulo I, se plantea el concepto y las modalidades de intermediación, precisando la definición regulatoria de la actividad, las operaciones que la tipifican, las condiciones especiales para su realización, y los aspectos conceptuales transversales a los contratos, operaciones, productos y servicios de intermediación en el mercado de valores.

El capítulo II desarrolla *in extenso* el estudio de los contratos, operaciones, productos y servicios de intermediación de valores, en particular la compraventa, la comisión, el corretaje, los contratos de administración de inversiones e intermediación de valores, el *underwriting* de valores, los derivados, las cuentas de margen, las ventas en corto y transferencias temporales de valores, los reportos y operaciones simultáneas, y la asesoría en el mercado. La sección final de este capítulo contiene un examen de los deberes de los intermediarios de valores, en materia de información, conflictos de interés, documentación de contratos, órdenes y operaciones, reserva, separación de activos, valoración, procesamiento de órdenes, mejor ejecución y asesoría profesional, así como la reseña del régimen de protección a los consumidores de productos y servicios del mercado de valores.

TOMO IV. OTRAS INSTITUCIONES DE LOS MERCADOS DE VALORES

El tomo IV se dedica a varias instituciones del Derecho del Mercado de Valores, que se tratan en sendas partes de este tomo.

La parte I se ocupa del tema de los vehículos de inversión colectiva, en los países de la muestra, que se desarrolla en dos capítulos.

El capítulo I versa sobre las entidades administradoras de vehículos de inversión colectiva en la perspectiva de los principios internacionales sobre regulación y supervisión de estas, las formas asociativas que pueden adoptar, las actividades propias de la industria, los requisitos de creación y autorización, los principales deberes del administrador, del distribuidor y del gestor de portafolio, y el gobierno corporativo de tales entidades.

El capítulo II se enfoca en el régimen de los vehículos de inversión colectiva, precisando el alcance de este concepto, la función económica de tales vehículos, los principales beneficios y riesgos para los inversionistas, y la naturaleza de las actividades relacionadas con aquellos; su forma legal; los aportes y participaciones del inversionista; la clasificación de los referidos vehículos; los derechos de los inversionistas, y la fusión, cesión o transferencia, y liquidación de los vehículos de inversión colectiva.

La parte II trata sobre la infraestructura del mercado de valores, en cuatro capítulos, relativos a las bolsas de valores y sistemas de negociación y registro, la actividad de administración de los depósitos centralizados de valores, los sistemas de compensación y liquidación de operaciones sobre valores, y las cámaras de riesgo central de contraparte, respectivamente.

En la parte III se estudia el ofrecimiento transfronterizo de productos y servicios del mercado de valores, desde la perspectiva de los tratados de libre comercio, y del desarrollo del comercio transfronterizo de servicios y productos extranjeros.

La parte IV está dedicada a la autorregulación en los mercados de valores, destacando sus orígenes históricos, modalidades, principios internacionales, funciones de los organismos autorreguladores (supervisión, regulación, disciplina y certificación), la relación entre la autorregulación y los reguladores estatales, los conflictos de interés y el gobierno corporativo de los organismos autorreguladores, y el impacto de la más reciente crisis financiera internacional en los sistemas de autorregulación.

Finalmente, en la parte V del tomo IV se estudian las conductas que afectan la formación de precios en el mercado de valores, y el régimen disciplinario de este.

El capítulo I se centra en el fenómeno de los abusos de mercado, puntualizando, entre otros aspectos, los elementos relevantes de la manipulación, el uso indebido de información privilegiada, y la defraudación en sus diversas modalidades.

El capítulo II presenta el régimen disciplinario del mercado de valores, a partir de la actividad disciplinaria, como manera de asegurar el cumplimiento normativo en el mercado y la potestad sancionatoria estatal en sus dimensiones de régimen sancionatorio, debido proceso, tipología de sanciones, así como de la actividad disciplinaria privada que ejercen los organismos de autorregulación.

Agradecemos a la doctora Helena Alviar García, profesora titular y Decana (2011-2016) de la Facultad de Derecho de la Universidad de los Andes y, al maestro Eduardo Cifuentes Muñoz, Director de la Colección Biblioteca Jurídica Uniandina, quienes creyeron en este ambicioso proyecto y lo apoyaron decididamente.

Bogotá, julio de 2016

JUAN CARLOS VARÓN PALOMINO

Profesor Titular Facultad de Derecho

GERMÁN DARÍO ABELLA ABONDANO

Profesor de la Especialización en Legislación Financiera

ÍNDICE GENERAL

	PÁG.
Prefacio	VII
Introducción	1

CAPÍTULO I

ASPECTOS BÁSICOS DEL DERECHO DEL MERCADO DE VALORES

Sección I. Objetivos y principios internacionales de su regulación

Felipe Rincón Ospina

1. Concepto	3
2. Primer objetivo: la protección de los inversionistas	5
A) Teoría de la agencia. Riesgo moral. Problema de la “plata de otros”	6
B) Asimetría de información.....	10
C) Problema de acción colectiva.....	15
D) Soluciones públicas y privadas a los tres tipos de problemas económicos descritos.....	17
3. Segundo objetivo. Asegurar que los mercados sean equitativos, eficientes y transparentes	30
A) Eficiencia y formación de precios	30
B) Eficiencia y asignación de recursos.....	32
C) Eficiencia en los costos transaccionales	33
4. Tercer objetivo. Reducir el riesgo sistémico.....	34
A) Aspectos de la nueva definición de riesgo sistémico	35
B) Función de los reguladores del mercado de valores en materia sistémica	37
C) Perímetro regulatorio.....	39
D) Principios de IOSCO	41

Sección II. Características del derecho del mercado de valores

Néstor Camilo Martínez Beltrán

1. Ámbito de aplicación y naturaleza del derecho del mercado de valores	45
---	----

	PÁG.
2. Características del derecho del mercado de valores	48
A) Mutabilidad	48
B) Carácter profesional	51
C) Internacionalización	52
D) Autonomía.....	56

Sección III. Las fuentes del derecho del mercado de valores

Néstor Camilo Martínez Beltrán

1. La Constitución.....	59
A) Artículo 150 numeral 19	60
B) Artículo 189 numeral 25	61
C) Artículo 335.....	61
2. La ley	62
A) Ley 27 de 1990.....	63
B) Ley 45 de 1990.....	63
C) Ley 35 de 1993.....	63
D) Decreto 663 de 1993, Estatuto Orgánico del Sistema Financiero.....	63
E) Ley 964 de 2005.....	64
3. Decretos	64
4. Reglamentos técnicos.....	65
5. Normas de autorregulación.....	65

Sección IV. El derecho del mercado de valores y su relación con otras áreas del derecho

Néstor Camilo Martínez Beltrán

1. Derecho del mercado de valores y derecho constitucional.....	68
2. Derecho del mercado de valores y derecho administrativo	70
3. Derecho del mercado de valores y derecho penal.....	70
A) Captación masiva y habitual de dineros.....	71
B) Manipulación de especies inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE	72
C) Pánico económico	72
D) Utilización indebida de información privilegiada.....	73
E) Lavado de activos.....	74
F) Omisión de control.....	74
G) Estafa.....	75
4. Derecho del mercado de valores y derecho civil	75
5. Derecho del mercado de valores y derecho comercial.....	76
6. Derecho del mercado de valores y derecho económico.....	77
7. Derecho del mercado de valores y derecho bancario.....	77

Sección V. Intervención del Estado en el mercado de valores

Juan Manuel López

	PÁG.
1. Finalidades de la intervención	80
A) Protección al sistema de pagos.....	81
B) Protección al mercado	81
C) Protección al inversionista	81
2. Sujetos de intervención.....	82
A) Enfoque institucional.....	83
B) Enfoque funcional o por riesgos.....	84
C) Enfoque por objetivos o principios	85
3. Número de autoridades de intervención	86
A) Esquema de múltiples autoridades.....	86
B) Esquema tradicional de dos autoridades	87
C) Esquema de única autoridad.....	88
4. Autoridades de intervención	89
A) Banco central.....	89
B) Supervisor financiero.....	90
C) Autoridad independiente y privada	91
5. Facultades de intervención.....	92
A) Licenciamiento o requisitos de entrada.....	92
B) Prevención de crisis.....	93
C) Resolución de situaciones de crisis	93

Sección VI. Arquitectura de los mercados de valores

Felipe Alonso Rincón Ospina

1. La relación fundamental: emisor e inversionista	96
2. Tipos de inversionistas.....	99
A) Inversionista individual	99
B) Inversionista institucional	100
C) Posiciones de especulación y de arbitraje	101
3. Segmentos de emisión.....	105
4. Intermediación de valores	107
5. Las piscinas oscuras (“dark pools”).....	111
6. Servicios de infraestructura y apoyo.....	113
A) Negociación.....	113
B) Registro	119
C) Cumplimiento.....	121
D) Custodia.....	121
7. Actividades relacionadas: la asesoría.....	123

Sección VII. Registros públicos del mercado de valores

Carlos Aldana Gantiva

	PÁG.
1. Principios generales de los registros públicos	125
A) Gratuidad y libre acceso	126
B) Veracidad	126
C) Materialidad	126
D) Oportunidad	127
E) Seguridad e integridad	127
F) Cumplimiento de estándares mínimos	127
2. Colombia	128
A) Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE)	128
B) Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores (RNAMV)	130
C) Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores (RNPMV)	132
3. Estados Unidos	134
A) Registro de valores y emisores. Sistema EDGAR	135
B) Registro de intermediarios	136
4. España	137
A) Registro de valores y sociedades emisoras de valores	137
B) Registro de intermediarios	137
5. Otros países de la región latinoamericana	138
A) México	138
B) Chile	139

ANEXO 1

**EVOLUCIÓN Y DESARROLLO NORMATIVO
DEL MERCADO DE VALORES EN COLOMBIA**

Germán Dario Abella Abondano

1. Introducción	141
2. Antecedentes históricos normativos	142
A) De 1886 a 1935	142
B) De 1936 a 1978	150
C) De 1979 a 1990	159
D) De 1991 a 2005	171

ANEXO 2

LAS CRISIS EN LOS MERCADOS DE VALORES
Y SU INCIDENCIA EN LA REGULACIÓN

Germán Dario Abella Abondano

	PÁG.
1. Las crisis en el mundo.....	198
2. Las crisis en Colombia.....	210

CAPÍTULO II

DE LOS VALORES Y OTROS ACTIVOS O INSTRUMENTOS
FINANCIEROS NEGOCIABLES EN EL MERCADO DE VALORES

Néstor Raúl Fagua Guauque

1. Concepto de valor en el derecho comparado	221
2. El concepto de valor en Colombia	231
A) El concepto de valor y el mercado de valores	231
B) Valores y títulos-valores	238
C) Regulación del concepto de valor	247
D) Clases de valores	261
E) Valores listados por la Ley 964 de 2005	270
F) Creación de nuevos valores	279
Índice de autores	283

TOMO I

INTRODUCCIÓN AL DERECHO DEL MERCADO DE VALORES

En este tomo se aborda la parte dogmática del derecho del mercado de valores, como disciplina jurídica con rasgos autónomos, sin perjuicio de la relación que tiene con otras áreas del Derecho.

En el capítulo I se estudian los aspectos básicos del derecho del mercado de valores, a partir de los objetivos y principios internacionales de su regulación, la naturaleza y características de este Derecho, sus fuentes y relaciones con otras áreas del Derecho, la intervención del Estado y la arquitectura de los mercados de valores, los registros públicos y la evolución y desarrollo normativo en Colombia.

El capítulo II se ocupa de los valores y otros activos o instrumentos financieros negociables en el mercado de valores, desde la perspectiva del concepto de valor en el derecho comparado y en Colombia, y de su tratamiento normativo vigente a partir de la expedición de la Ley 964 de 2005.

CAPÍTULO I

ASPECTOS BÁSICOS DEL DERECHO DEL MERCADO DE VALORES

Sección I. Objetivos y principios internacionales de su regulación

FELIPE RINCÓN OSPINA*

1. CONCEPTO

Los objetivos y principios internacionales de la regulación del mercado de valores son declaraciones generales acogidas por representantes de varias jurisdicciones, cuyo propósito es orientar la estructuración de los mercados de valores, el desarrollo de su regulación y la gestión de su supervisión.

Los objetivos y principios los ha definido la Organización Internacional de Comisiones de Valores - OICV¹, en un documento conocido como “Objetivos y Principios para la Regulación de los Mercados de Valores” (en adelante “los OyP”). La primera versión de los OyP se

* Felipe Rincón Ospina es abogado egresado de la Facultad de Derecho de la Universidad de los Andes. Especializado en legislación financiera en la Universidad de Los Andes. Magíster en Derecho (LL.M.) de la Universidad de Toronto. Se ha desempeñado como Director de Regulación y Presidente (e) del Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, Director Jurídico de Valores en Bancolombia y Director de Regulación del Grupo Bancolombia. Actualmente se desempeña como Vicepresidente de Políticas Públicas para la Región Andina y Caribe en MasterCard. Es profesor de la Especialización en Legislación Financiera de la Universidad de los Andes.

¹ Conocida también por sus siglas en inglés como IOSCO. Esta institución fue creada en 1983 por once reguladores de países de América. Sus miembros representan a más de 100 jurisdicciones que regulan más del 95 por ciento de los mercados de valores en el mundo. Para más información, ver <http://www.iosco.org/about/index.cfm?section=background>. A lo largo de la obra, se hace referencia a esta institución, indistintamente, como OICV o IOSCO.

conoció en septiembre de 1998, y constaba de tres objetivos y una treintena de principios. En 2010, y como consecuencia de la crisis financiera internacional, la OICV-IOSCO actualizó estos objetivos y principios².

Los tres objetivos representan los grandes propósitos de la regulación y no fueron ajustados en la reforma de 2010. Estos son: i) la protección de los inversionistas; ii) garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes, y iii) la reducción del riesgo sistémico.

Por su parte, los principios son declaraciones generales por medio de las cuales se desarrollan los tres objetivos citados.

En esta sección se hará la presentación y análisis de los tres objetivos, apoyándonos en conceptos del análisis económico del derecho, doctrina considerada la más influyente en el desarrollo del pensamiento jurídico de la segunda parte del siglo xx³, especialmente en los países anglosajones. A partir de nuestra experiencia en la práctica del derecho y la docencia en el mercado de valores, hemos concluido que el entendimiento de los conceptos claves que forman parte de esta doctrina, resulta absolutamente esencial para la comprensión sistemática de la materia y de los retos de política pública que plantean las oportunidades y riesgos característicos de dicho mercado.

Teniendo en cuenta que las jurisdicciones en las que se ha presentado un mayor desarrollo de los mercados de valores corresponden a países del denominado *common law*, es natural que en la práctica de esta especialidad del derecho sea recurrente estudiar fuentes de derecho comparado, con énfasis en la normativa de dichos mercados. De hecho, muchas de las instituciones actuales del derecho del mercado de valores en los países con sistemas jurídicos del derecho civil se han desarrollado a partir de los avances observados en tales jurisdicciones⁴,

² Ver *Objetivos y Principios de la Regulación del Mercado de Valores*. Septiembre de 1998, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf> [consulta 28 de marzo de 2016].

³ WILLIAM LANDES y RICHARD POSNER, “The Influence of Economics in Law: A quantitative study”, en *The Law School, University of Chicago, Law & Economics Working Paper* No. 9, 1992, disponible en http://www.law.uchicago.edu/files/files/09.wml-rap.econ_pdf [consulta 28 de marzo de 2016].

⁴ Son ejemplos de estos desarrollos el establecimiento de autoridades de supervisión especializadas, la institución de la autorregulación regulada, y mecanismos de protección como el prospecto, cuyos orígenes se encuentran en el *Bubble Act* de 1720, expedido por el Parlamento del Reino Unido.

en muchos casos mediante el trasplante de instituciones y regulaciones que han probado su efectividad en otras latitudes.

En gran parte, la posibilidad de que estos trasplantes funcionen y resulten exitosos, está determinada por la capacidad de la cultura jurídica local para desarrollarlos, a partir del entendimiento comprensivo de los principios básicos, de naturaleza jurídica y económica, que hicieron posible su suceso en otras latitudes.

Los conceptos propios del análisis económico del derecho, como la teoría de la agencia, el problema de acción colectiva y la asimetría en la información, resultan complejos y podría demandar su estudio integral una obra exclusiva, con la profundidad que tales principios ameritan. Nuestro objetivo en esta sección es más humilde y limitado. Hemos querido hacer mención de estos elementos como un marco de referencia básico que debe tener cualquier estudioso que se aproxima por vez primera a la regulación de los mercados de valores y de capitales en general. Sin lugar a dudas, una obra de referencia como la que el lector tiene en sus manos, no estaría completa sin contar con un recuento del conocimiento que ha aportado el análisis económico del derecho para el entendimiento de los mercados, su regulación y, consecuentemente, para posibilitar su desarrollo sano y sostenible.

Por razones metodológicas, vamos a referirnos en primer lugar a los objetivos, y posteriormente explicaremos el contenido general de los principios.

2. PRIMER OBJETIVO: LA PROTECCIÓN DE LOS INVERSIONISTAS

La protección de los inversionistas es un componente fundamental para el nacimiento y desarrollo de los mercados de valores. La existencia de un ambiente institucional y de mercado que otorgue a los inversionistas la confianza suficiente para entregar a un tercero sus recursos difícilmente obtenidos, con la expectativa de que serán administrados con diligencia y cuidado, estableciendo una adecuada relación riesgo-retorno, es un elemento esencial en los mercados de valores.

Varias son las razones por las cuales se destaca la protección de los inversionistas como un ingrediente de suma importancia. De un lado, los inversionistas se encuentran en una posición de debilidad dado que ellos entregan recursos valiosos a cambio de una promesa de retorno, que se instrumenta mediante documentos que no tienen un valor intrínseco. La expectativa de rentabilidad adicional es, por su naturaleza,

incierta y riesgosa, dado que existen muchos factores que pueden afectar la capacidad de repago o generación de valor por los emisores de valores.

Muchos de estos factores son imprevisibles, especialmente en horizontes de largo plazo, propios de los mercados de valores. Podemos citar como ejemplo de estos factores, los asociados al desarrollo de nuevas tecnologías, los cambios políticos, los ajustes macroeconómicos, la reestructuración de los jugadores de la industria mediante fusiones, y la concurrencia de jugadores extranjeros.

Además, en el mercado de valores se presentan tres problemas típicos de la actividad financiera en general, como son los costos de agencia, la asimetría de información y los problemas de acción colectiva. Entender estos fenómenos, que se encuentran estrechamente relacionados con aspectos económicos y del comportamiento humano, resulta fundamental para la comprensión integral de los mercados de valores.

A continuación hacemos referencia a estos problemas, cuyo análisis permite entender las particulares circunstancias y riesgos a los que están expuestos los inversionistas del mercado de valores. Al utilizar estas ideas como referente es posible entender mejor la importancia de la protección a los inversionistas, y darle un contenido a los principios de justicia y equidad. Si bien estos resultan válidos y completamente relevantes, pueden ser insuficientes en abstracto para entender en su verdadera extensión la importancia del primer objetivo, si no se acompañan del análisis del funcionamiento real de los mercados, y de los incentivos que acompañan a cada uno de sus jugadores.

A) *Teoría de la agencia. Riesgo moral.
Problema de la “plata de otros”*

Una de las ideas que más ha influenciado la comprensión de los mercados financieros desde fines del siglo XX, es la formulación de la teoría de la agencia por los profesores MICHAEL JENSEN y WILLIAM H. MECKLING, en su artículo sobre la teoría de la firma⁵. Las ideas expresadas en el citado documento son ampliamente reconocidas por haber formalizado con una aproximación académica, la teoría de la agencia como un elemento fundamental para entender las realidades

⁵ MICHAEL JENSEN y WILLIAM MECKLING, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, en *Journal of Financial Economics*, vol. 3, octubre de 1976.

económicas. No obstante, la idea fundamental que subyace la teoría de la agencia ya había sido expresada de manera clara por ADAM SMITH en la segunda mitad del siglo XVIII⁶.

La teoría de la agencia explica la relación y los incentivos que se generan desde un punto de vista económico, cuando alguien encarga a un tercero el desarrollo de una actividad que implica discrecionalidad. La idea básica de esta teoría consiste en que el agente (el encargado de la tarea) tiene el incentivo natural de darle prioridad a sus propios intereses a costa del interés del principal (quien encarga la tarea). Esto hace que en sus decisiones, el agente no siempre actúe en el mejor interés de su principal y tienda a privilegiar su propio interés.

El problema de agencia se encuentra estrechamente relacionado con el concepto de riesgo moral⁷, el cual se presenta cuando existen situaciones en que una persona no asume la totalidad o parte de las consecuencias de sus actos, y estos afectan a terceros. En palabras de PAUL KRUGMAN, el riesgo moral es “[...]cualquier situación en la cual una persona toma una decisión sobre cuánto riesgo tomar, mientras que un tercero asume todo el costo si las cosas van mal”⁸.

Podemos afirmar que los conceptos de agencia y de riesgo moral se refieren en efecto a una misma realidad económica, que se presenta siempre que alguien adopta decisiones que afectan a terceros, sin sufrir las consecuencias, o asumiéndolas solo parcialmente. No obstante, tales expresiones suelen emplearse en contextos diferentes.

Cuando el efecto es sufrido por los inversionistas por una gestión indebida de la administración del emisor, es usual referirse a la ocu-

⁶ “The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master’s honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company” (ADAM SMITH, 1776, citado por JENSEN y MECKLING, *op. cit.*). Al respecto ver también, TOM BAKER, “On the Genealogy of Moral Hazard”, en *Texas Law Review*, vol. 75, núm. 2, diciembre de 1996; Ver PAUL KRUGMAN, “The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008”, Nueva York, W. W. Norton, 2008.

⁷ TOM BAKER, “On the Genealogy of Moral Hazard”, en *Texas Law Review*, vol. 75, núm. 2, diciembre de 1996

⁸ PAUL KRUGMAN, *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, Nueva York, W. W. Norton, 2008.

rrencia de un problema de agencia, dado que la causa de la afectación es una acción del agente directo, en este caso el emisor.

Usualmente, cuando quienes asumen los costos son una pluralidad de terceros con quienes no existe una relación directa de agencia, como es el caso de los contribuyentes, se suele hacer referencia a una situación de riesgo moral. Ambos conceptos comparten un elemento fundamental y por tal razón en la literatura sobre regulación financiera suelen ser utilizados indistintamente. Tal elemento común es que la persona o institución que cumple la función de agente no se ve afectado por sus actos u omisiones, pero estos sí impactan a otros.

En el caso del mercado de valores existen ejemplos interesantes. En la prensa y en la academia con frecuencia se discuten los casos de presidentes de importantes corporaciones que deciden adquirir y mantener activos de lujo como aeronaves u otro tipo de vehículos de gran valor con los recursos de la compañía, que al final son recursos de los inversionistas que han adquirido las acciones de dicha sociedad. Se observa en estos casos que tales directivos actúan como un agente racional que busca maximizar sus beneficios personales. Así, es natural que decidan acceder a un beneficio privado, dado que no tienen que asumir sus costos, ni existe otro tipo de costo indirecto o consecuencia personal, que por su magnitud pudiera ser suficiente para desincentivar esa conducta.

Es parte de la naturaleza humana querer aprovecharse de situaciones en beneficio propio, tomando decisiones de gasto con recursos de terceros, que no se adoptarían si los recursos fueran propios. Esta realidad tan elemental es, al mismo tiempo, absolutamente relevante para la comprensión de los sistemas financieros y la necesidad de intervención del Estado. De alguna manera, los productos financieros y de inversión por medio de los cuales se administran recursos de terceros, generan riesgos sociales por diferentes motivos, y en el fondo por un temor razonable que ilustra la teoría de la agencia: cómo asegurar que los recursos obtenidos del público van a ser administrados en el mejor interés de este, y no terminarán sirviendo el apetito de unos pocos que determinan su destino de manera discrecional.

Una reacción instintiva a esta realidad económica sería considerar que el derecho y la responsabilidad de los administradores son el elemento clave para impedir abusos que afecten la confianza de los inversionistas. No obstante, es importante tener presente que en contratos de largo plazo, en los cuales existe gran discrecionalidad por la naturaleza de las obligaciones, los derechos tienden a ser de textura abierta

y generales. En el caso de las promesas que subyacen al contrato de sociedad, se ha considerado que uno de los compromisos elementales de los administradores de las sociedades es generar valor para los accionistas⁹, el cual corresponde a una de las obligaciones de mayor amplitud que se puedan concebir. Cómo se cumple o mejor, cómo se incumple ese deber, es uno de los temas que ha requerido un elaborado análisis por los estudiosos de la materia.

Así pues, al estudiar el desarrollo del derecho societario se observa que los deberes fundamentales en los cuales se basa la responsabilidad de los administradores son de naturaleza especialmente amplia, a saber, los denominados deberes fiduciarios, o de lealtad y cuidado¹⁰ y, por consiguiente, requieren ser provistos de contenido por los tribunales por medio de la jurisprudencia. El primero hace referencia a la obligación que tienen los administradores de actuar en el mejor interés de los accionistas y no en interés propio, y tiene especial relevancia para el caso en que existen conflictos de interés. El segundo hace referencia al deber de tomar decisiones apropiadas a la luz de la información disponible¹¹.

Si bien estos derechos cumplen una función primordial para la protección de los inversionistas, lo cierto es que la posibilidad de hacerlos cumplir depende en gran parte de la existencia de una justicia sofisticada y eficiente que, apoyada en una doctrina consistente, pueda caminar la fina línea entre la protección de los accionistas y la seguridad jurídica de los administradores que tomen decisiones razonables a la luz de la información disponible, a pesar de que estas luego resulten dañinas o inconvenientes. Infortunadamente en muchos países el sistema judicial no siempre cuenta con los recursos y los estándares para cumplir esa compleja misión.

Por lo anterior, las condiciones para la existencia y desarrollo de las primeras etapas de un mercado de valores, se producen en gran parte

⁹ Existe una creciente corriente que sostiene la importancia de orientar la gestión igualmente en otros grupos de interés a partir de un ensayo seminal de EDWARD FREEMAN, pero por la naturaleza de este análisis no es necesario entrar en ese detalle. Ver EDWARD R. FREEMAN y DAVID L. REED. "Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance", en *California Management Review*, vol. XXV, núm. 3, primavera 1983.

¹⁰ En el caso de la normativa colombiana, estos deberes se encuentran consagrados en el art. 23 de la Ley 22 de 1995, como deberes de obrar con buena fe, lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios.

¹¹ BERNARD BLACK, *The Principal Fiduciary Duties of Boards of Director* [en línea], disponible en <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/1872746.pdf> [consulta: 28 de marzo de 2016].

por una serie de instituciones privadas y de mercado, que cumplen de manera más o menos eficiente, esa función de protección de quienes son principales en una relación de agencia y que están sujetos a un mayor riesgo de afectación, como es el caso de los accionistas minoritarios. En otras palabras, los elementos que generan confianza pueden nacer de mecanismos de mercado que surgen espontáneamente y sin necesidad de regulación previa¹². Comprender esa contribución es fundamental para entender el racional funcionamiento de los mercados.

Es importante considerar que el problema de la agencia afecta directamente a los inversionistas, pero ellos no son los únicos perjudicados. Es natural que la pérdida de confianza en un lado del mercado tenga un impacto negativo en el otro.

Así pues, el problema de la agencia y los costos que genera, impactan de manera radical a los demandantes de recursos (emisores), dado que la falta de credibilidad por el riesgo de abuso es un poderoso desincentivo a la inversión, y esto genera graves obstáculos para obtener recursos de terceros e incrementa los costos de financiación. La imposibilidad de resolver el problema de la agencia es pues una causa de que no se desarrollen o crezcan los mercados de valores.

B) *Asimetría de información*

El problema de asimetría de información en cualquier mercado de productos y servicios fue ilustrado por el profesor GEORGE AKERLOF en su famoso artículo “El mercado de los limones: la incertidumbre en la calidad y el mecanismo de mercado”¹³. El problema de asimetría hace referencia a la diferencia en el conocimiento de un servicio o producto que tienen las partes de un negocio. En el caso de los mercados financieros, las entidades que captan recursos del público mediante depósitos o emisión de valores, tienen mucha más información sobre las características del servicio que ofrecen, en comparación con sus clientes.

Por ejemplo, en el contrato de depósito es natural que la entidad financiera conozca con mucho mayor detalle información que puede afectar su capacidad de devolver los recursos a los ahorradores. Las

¹² Ver JOHN C. COFFEE, “Dispersed Ownership: The Theories, the Evidence, and the Enduring Tension Between ‘Lumpers’ and ‘Splitters’”, en *Columbia Law and Economics*, Working Paper No. 363, disponible en <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1532922> [consulta: 29 de marzo de 2016].

¹³ GEORGE AKERLOF, “The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, en *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, núm. 3, agosto de 1970.

entidades financieras conocen de primera mano la información sobre depósitos y retiros, el impacto de la regulación prudencial sobre la liquidez, y la valoración a precios de mercado de sus inversiones, para citar solamente algunos ejemplos.

No obstante, en el caso de los productos del mercado de capitales intermediado (como el contrato de depósito), los efectos del problema de asimetría en la información tienen un efecto relativamente menor en comparación con lo que ocurre en el mercado de valores, y especialmente en el mercado de acciones. Esto se explica por la naturaleza de la promesa que caracteriza cada uno de estos productos, y la regulación aplicable a ellos.

En el caso de los productos de depósito, la obligación de la entidad financiera consiste en devolver al cliente los recursos, a la vista o al vencimiento de un plazo establecido, junto con unos rendimientos financieros. Esta obligación es relativamente clara, dado que su incumplimiento puede ser fácilmente demostrable y tiene un horizonte de tiempo establecido.

El incumplimiento de la obligación con los clientes en un contrato de depósito consiste básicamente en la negativa a reintegrar los recursos. Este hecho es claramente observable y demostrable por el cliente y las autoridades. En general, basta acreditar que existió un depósito, exigible, que el depositante ha exigido su pago y que la entidad financiera se ha negado a devolverlo, para concluir que se ha presentado un incumplimiento por parte de esta. Por tal razón, la regulación y supervisión de la actividad financiera de captación por medio de depósitos ha estado orientada tradicionalmente a asegurar que existan los recursos disponibles para honrar las obligaciones frente al público.

La asimetría de información entre las partes, que se observa en el caso citado, puede ser resuelta de manera relativamente efectiva por la regulación y las entidades de supervisión. La existencia de un seguro de depósito, requerimientos de capital y el seguimiento continuo a la situación financiera por parte de las autoridades de supervisión, son importantes fuentes de confianza, a pesar de que los clientes se encuentren en desventaja informativa frente a la entidad financiera. Las herramientas específicas que utiliza el Estado en esta materia están orientadas principalmente a asegurar que existan recursos suficientes para honrar las obligaciones de la entidad financiera con el público.

Un ejemplo de este tipo de mecanismos es la normativa sobre suficiencia de capital que se ha desarrollado internacionalmente con referencia al trabajo del Comité de Basilea, mediante la cual se busca