IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL EN EL SISTEMA FINANCIERO COLOMBIANO Y EN SU REGULACIÓN

IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL EN EL SISTEMA FINANCIERO COLOMBIANO Y SU REGULACIÓN

amv
Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia

IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL EN EL SISTEMA FINANCIERO COLOMBIANO Y EN SU REGULACIÓN

Julio de 2009

Esta publicación está disponible www.amvcolombia.org.co

Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia – AMV
Calle 72 # 10 – 07 piso 12 | Bogotá – Colombia
Teléfono: 57 – 1 – 6071010
comunicaciones@amvcolombia.org.co

Presentación

El Autorregulador del Mercado de Valores –AMV- se complace en presentar el documento "Impacto de la crisis financiera internacional en el sistema financiero colombiano y en su regulación". Conscientes de la relevancia del tema, nuestro propósito es ofrecer, de manera objetiva e independiente, algunos elementos de análisis sobre el origen y las lecciones de la crisis, con énfasis en las recomendaciones de regulación financiera que de allí se derivan y su pertinencia para Colombia.

Luego del estallido de la crisis, en septiembre del año anterior, los primeros esfuerzos de las autoridades de los países desarrollados se enfocaron en recuperar la confianza y solidez de sus respectivos sistemas financieros, elementos determinantes para el adecuado funcionamiento de sus economías. Buena parte de los esfuerzos también se encaminaron a aminorar el impacto que la crisis financiera estaba generando sobre todo el aparato productivo. Hacia marzo de este año se empezaron a conocer estudios analíticos con recomendaciones más detalladas sobre los ajustes requeridos en los marcos regulatorios, los cuales tuvieron su expresión más reciente con la publicación de la propuesta de reforma financiera presentada por el gobierno de los Estados Unidos.

Por solicitud del Consejo Directivo de AMV, la administración del Autorregulador venía haciendo un seguimiento permanente a este tema desde el año anterior. Con base en las principales propuestas que circularon a finales del primer trimestre de este año, AMV se dio a la tarea de elaborar un documento analítico sobre la crisis financiera internacional. La preocupación básica que se tenía era la de entender los hechos que la generaron, así como evaluar la pertinencia de las recomendaciones de política financiera para el caso de Colombia. La importancia de adelantar este trabajo se magnificaba porque el Congreso de la República estaba acometiendo, en esta precisa coyuntura, el estudio de un proyecto de ley de reforma financiera que había sido presentado por el Gobierno Nacional en febrero de 2008, es decir, varios meses antes del estallido de la crisis.

Resaltamos una conclusión central de nuestro estudio: el impacto de la crisis sobre el sistema financiero colombiano ha sido marginal. La solidez del sector sigue siendo muy fuerte pese a que los peores efectos colaterales de la crisis probablemente ya se superaron. Esto se explica, en buena medida, por la existencia de un régimen regulatorio estricto que se ha venido consolidando luego del aprendizaje de las lecciones de la crisis hipotecaria que sufrió el país a finales de la década pasada. Por ello, conviene destacar la labor de diversos gobiernos y miembros del Congreso que participaron en la elaboración y reglamentación de diferentes normas como las leyes 510 y 546 de 1999, 795 de 2003, y 964 de 2005.

También es necesario reconocer las medidas oportunas que adoptaron las autoridades. De una parte, el Banco de la República emprendió desde abril de 2006 la tarea de controlar el fuerte crecimiento del ciclo expansivo de nuestra economía. De otra parte, la Superintendencia Financiera expidió una normatividad muy completa en materia de sistemas de administración de riesgos y exigió provisiones contracíclicas a los establecimientos de crédito desde 2007.

En nuestro análisis también destacamos que en la reforma financiera, recientemente aprobada por el Congreso Nacional, se otorgaron nuevas facultades a las autoridades para el manejo de situaciones de crisis. No compartimos la crítica de algunos en el sentido de que se perdió una oportunidad para hacer una reforma más estructural. De hecho, en Estados Unidos, el país más afectado por la crisis, sólo luego de varios meses el gobierno nacional presentó su propuesta regulatoria. Coincidimos en que modificar los aspectos estructurales de la institucionalidad financiera es una tarea que requiere de una suficiente maduración y de un profundo análisis reflexivo. Por ello, una reforma estructural sólo debería discutirse en la coyuntura cuando se trate de una situación crítica, lo cual, por fortuna, no es el caso en nuestro país.

Lo anterior no significa que no consideremos que haya temas que deben evaluarse y que ameriten ser considerados por las autoridades. En el estudio mencionamos que aspectos tales como la captación masiva y habitual por entes ilegales, el ofrecimiento de servicios de intermediación, la corresponsalía, la supervisión consolidada de conglomerados y la independencia del supervisor, entre otros, son temas que deberían ser discutidos a fin de fortalecer el esquema regulatorio.

Somos conscientes de que el producto que entregamos no es definitivo en la medida en que hay una fuerte dinámica en las actividades financiera y económica. Confiamos, no obstante, en que este estudio sea de utilidad para autoridades, académicos, periodistas, la industria y el público en general. Mejorar la calidad de la discusión de las políticas públicas con base en propuestas analíticas y documentadas es uno de los propósitos que esperamos haber cumplido con la elaboración del documento que presentamos a su consideración.

Finalmente, agradezco a los funcionarios de AMV que trabajaron en la elaboración de este documento, el cual nos exigió muchas horas de estimulante y enriquecedora discusión. Destaco, en particular, los aportes del grupo de trabajo que coordinó Felipe Gaviria y del cual hicieron parte Felipe Rincón, Carlos Adolfo Guzmán, Néstor Camilo Martínez, Ana María Prieto, Angela María Velásquez y María Stella Larios. Si bien los aspectos básicos de este trabajo fueron compartidos con el Consejo Directivo de AMV, el contenido no necesariamente refleja la posición de sus miembros.

Carlos Alberto Sandoval
Presidente Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia

CONTENIDO

1. Introducción 5
2. Crisis financiera internacional 7
   a. El mercado inmobiliario y la deuda subprime en Estados Unidos 7
   b. La liquidez en los mercados financieros 8
   c. La innovación financiera y la crisis 9
   d. El rol del gobierno corporativo en las entidades 12
   e. El rol de las calificadoras de riesgo 12
   f. La volatilidad excesiva de los precios de los activos financieros 13
   g. Las deficiencias en la estructura regulatoria 15
   h. El concepto de autorregulación en la crisis financiera 18
   i. Los episodios de esquemas piramidales en la crisis financiera 20
   j. Propuestas y recomendaciones después de la crisis 22
      i. Supervisión consolidada 23
      ii. Supervisión macroprudencial 24
      iii. Medición de riesgos y supervisión microprudencial 24
      iv. Protección de los consumidores financieros e inversionistas de abusos y fraudes 25
      v. Otros cambios regulatorios 26

3. Impacto de la crisis financiera en Colombia 27
   a. Canal de transmisión directo 27
      i. Mercado de activos financieros 27
      ii. Situación del sistema financiero colombiano 30
      iii. Sistemas de administración de riesgos en Colombia 32
      iv. Innovación financiera y valoración 34
      v. Calificadoras de Riesgo en Colombia 36
      vi. Estado del arreglo institucional de regulación y supervisión del sistema financiero colombiano 37
   b. Canal de transmisión indirecto 39
      i. Oficinas de Representación 41
      ii. Contrato de Corresponsalía 42
      iii. Crisis de matrices o entidades relacionadas 43

4. Vulnerabilidad del mercado local 45
   a. Pirámides 45
      i. Boom de pirámides y esquemas Ponzi en Colombia 45
      ii. Dificultades para identificar y suspender la captación ilegal 46
   b. Mesas de Dinero irregulares 47
   c. Forex 48
   d. Ordenantes 50
   e. Ofrecimiento ilegal de seguros del exterior en Colombia 51

5. Elementos a considerar para el fortalecimiento de la regulación 53
   a. Aspectos que no deben ser objeto de modificación: estructura de regulación y supervisión del mercado financiero 53
   b. Aspectos que podrían ser objeto de modificación 54
      i. Definición de las actividades y servicios de inversión que deben ser sujetas a vigilancia por parte del Gobierno 55
      ii. Concepto de captación masiva y habitual y las actividades privativas a entidades vigiladas 57
      iii. Ofrecimiento al público de productos o servicios privativos

de los intermediarios de valores 59
iv. Facilitar controles desde el punto de la demanda de servicios 60
v. Oficinas de Representación y Contratos de Corresponsalía 61

6. Conclusiones 63

7. Bibliografía 66

8. Anexo 73

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Volumen total emisiones de deuda pública externa (2006-2008) 9
Gráfico 2. Precios de la vivienda y ejecuciones hipotecarias en los EEUU. 11
Gráfico 3. Evolución del Índice VIX. 14
Gráfico 4. Volatilidad de los instrumentos de renta fija en los mercados mundiales 15
Gráfico 5. Volatilidad de los índices de acciones en los mercados mundiales 15
Gráfico 6. Volatilidad de las divisas en los mercados mundiales 15
Gráfico 7. Volatilidad de los commodities en los mercados mundiales 15
Gráfico 8. Embi +, Embi + Colombia y Embi + Latinoamérica 27
Gráfico 9. Evolución de los índices accionarios mundiales 28
Gráfico 10. Evolución de la tasa de cambio 28
Gráfico 11. Curva Cero Cupón TES pesos 29
Gráfico 12. Índice de Deuda Pública Corficolombiana 29
Gráfico 13. Descomposición del margen bruto como porcentaje del activo 31
Gráfico 14. ROA del sistema bancario en Latinoamérica (Dic-08) 31
Gráfico 15. Solvencia por tipo de establecimiento de crédito (Dic-08) 31
Gráfico 16. Saldo de cartera titularizada 34
Gráfico 17. Utilidades estimadas por valoración a precios de mercado del sistema financiero colombiano 35
Gráfico 18. Calificaciones por tipo 36

1. Introducción

1. El sistema financiero mundial viene experimentando profundas transformaciones y ajustes, producto de la mayor crisis internacional luego de la gran depresión de los años treinta. De una parte, se observa la desaparición y nacionalización de entidades de gran tradición en las economías desarrolladas. De otra parte, se han cuestionado algunos principios de la regulación financiera moderna, tales como la valoración a precios de mercado, el uso de calificaciones de riesgos para efectos prudenciales, la prociclicidad de los requerimientos de capital bajo los estándares de Basilea y la necesidad de una mayor supervisión macroprudencial, entre otros.

2. La crisis no tiene un único origen sino que se generó por la conjugación de varios elementos económicos y de regulación. En efecto, los excesos de liquidez y los desbalances macroeconómicos observados en varias economías desarrolladas estuvieron acompañados de importantes fallas en los mercados financieros, producto de un marco regulatorio y de supervisión inadecuado frente a los retos impuestos por el desarrollo y la innovación financiera.

3. Cuatro factores fundamentales de la estructura del sistema financiero global se han identificado como amplificadores y aceleradores de la crisis: Primero, las deficiencias en la medición de riesgos y los estándares de control interno. Segundo, el desarrollo de instrumentos financieros complejos, calificados como altamente seguros y mediante los cuales se transformó el riesgo de crédito en riesgo de mercado, que acrecentaron el efecto de contagio y la prociclicidad de las normas prudenciales y de valoración. Tercero, se presentaron fallas en el sistema de pesos y contrapesos de los esquemas de gobierno corporativo de las entidades financieras. Por último, hubo una falta de acción regulatoria y de supervisión para detectar y contener los problemas oportunamente.

4. La quiebra de importantes instituciones como Lehman Brothers y Northern Rock, y la nacionalización e intervención estatal en otras como AIG, Citibank, Royal Bank of Scotland entre otras, así como la intervención de Fannie Mae y Freddie Mac resquebrajaron la confianza del mercado.

5. La crisis financiera también ha hecho evidente la presencia de esquemas fraudulentos de inversión, los cuales han saltado a la lupa de las autoridades. Durante el boom de liquidez y desregulación de la década anterior a la crisis, varios fraudes crecieron a tamaños de importancia sistémica. Cuando los inversionistas demandaron mayores recursos debido a la iliquidez de los mercados, dichos esquemas colapsaron. Adicionalmente, la coyuntura turbulenta representa oportunidades para la aparición de nuevos tipos de fraudes financieros pretendiendo explotar a quienes buscan recuperar sus pérdidas. La quiebra de los primeros y la recurrente aparición de los segundos han profundizado aún más los efectos negativos de la crisis por su impacto en la confianza inversionista.

6. A partir de lo anterior, la crisis se expandió de manera acelerada a varios países y sus consecuencias económicas se sienten alrededor del mundo producto de la mayor interconexión global.

7. Entre febrero y junio de 2009 se han venido presentando propuestas de reforma a la regulación financiera internacional. En el presente documento se analizan, principalmente, las de la Unión Europea (Reporte de Jacques de Larosière), FSA del Reino Unido y del Departamento del Tesoro de EEUU. Si bien muchas de las recomendaciones se refieren a las dificultades propias de la presencia de “sistemas bancarios paralelos” en los mercados desarrollados, algunas de las discusiones son pertinentes para el caso de economías

emergentes como Colombia. De hecho, se encuentra que hay propuestas útiles que permitirían fortalecer nuestros estándares de regulación y de supervisión.

8. Si bien la economía en Colombia viene enfrentando la incertidumbre asociada con la crisis internacional, el contagio sobre el sector financiero ha sido relativamente bajo. Se observa que el sector mantiene una robusta generación de utilidades, prospectivas de valorización de las inversiones en valores y una baja exposición a activos extranjeros tóxicos. Resulta oportuno, sin embargo, revisar prácticas de regulación y supervisión para evaluar si el esquema normativo es lo suficientemente robusto para generar confianza sobre la situación de las entidades financieras. De esta forma, en el documento se examinan tanto los aspectos que directamente se pueden asociar con la crisis financiera, como también aquellos que generan problemáticas desde una óptica local. Con esto, se ofrece un análisis de los aspectos que son necesarios para mejorar la protección de inversionistas y la estabilidad del sistema financiero.

9. La crisis financiera, sus orígenes macroeconómicos, la velocidad y profundidad de su contagio, la estructura regulatoria, las metodologías de supervisión, estándares de control interno, medición de riesgos y demás elementos corresponden a una serie de complejas interacciones.

10. En el presente trabajo se analizan algunos de esos elementos antes mencionados, reconociendo que resulta imposible considerarlos todos. Por lo anterior, se analizan solamente aquellos temas que más llaman la atención para el caso colombiano. Hay que mencionar, además, que es una aproximación con base en los elementos que hoy se conocen, pero es necesario tener en cuenta que las soluciones y recomendaciones corresponden a un proceso dinámico.

El documento está organizado así:

11. El capítulo 2 describe la crisis financiera internacional. El capítulo 3 establece el grado de contagio directo e indirecto al sistema financiero colombiano. El capítulo 4 se centra en los elementos que presentan mayor vulnerabilidad para el correcto funcionamiento del sistema financiero local y su estructura de regulación. En el capítulo 5 se recogen algunos elementos a considerar para fortalecer la regulación de la estructura del sistema financiero colombiano, diferenciando entre aquellos factores que no deben ser objeto de modificación de los que se requiere acción. Las conclusiones de presentan en el capítulo 6.

12. En el Anexo se resumen esquemáticamente las principales recomendaciones que se han venido impartiendo a nivel internacional, junto con el estado de la regulación en Colombia sobre la materia.

2. Crisis financiera internacional

a. El mercado inmobiliario y la deuda subprime en Estados Unidos

13. La crisis financiera por la que atraviesa la economía mundial tuvo sus orígenes desde principios de la década del 2000, momento en el cual la economía estadounidense iniciaba un proceso de recuperación económica tras haber afrontado la crisis dot.com en el 2000 y 2001. El gobierno estadounidense estimuló el crecimiento económico a través de un mayor consumo de los hogares (Perez Saiz, Diciembre de 2007) y reactivó el sector inmobiliario a través de una reducción de tasas de interés por parte de la Reserva Federal, la implementación de la política del *"American Dream",* el otorgamiento de incentivos y exenciones tributarias para los propietarios de inmuebles y el otorgamiento de facilidades crediticias para la adquisición de vivienda, entre otros (Blundell-Wignall, Atkinson, & Lee, 2008).

14. La mejora en las expectativas de los agentes se tradujo en un incremento de la demanda por inmuebles, aumentaron los precios de la vivienda y proliferaron instrumentos y vehículos de financiación poco convencionales (Leamer, 2007). De esta forma, las entidades financieras ampliaron la capacidad de endeudamiento de los prestatarios con menor calidad crediticia, trasladando el riesgo de crédito a los mercados financieros (Wehinger, 2008).

15. El resultado fue una subvaloración del riesgo de crédito. Los estándares de originación de cartera hipotecaria disminuyeron, auspiciados en muchos casos por las políticas públicas mencionadas. Esto incrementó el endeudamiento y la probabilidad de impago, hechos que no fueron considerados por los modelos de medición de riesgos de las entidades.

16. Lo anterior en un contexto de innovación financiera que estimuló la proliferación de créditos hipotecarios y vehículos de inversión garantizados o colateralizados con endeudamiento inmobiliario de baja calificación crediticia, lo que se denominó como deuda Alt-A o *Subprime*.

17. Tras presentarse el ciclo expansivo de la economía estadounidense durante aproximadamente una década, el incremento en el nivel de los precios del petróleo, de los alimentos y en general de los *commodities* llevó a que la tasa de interés de la Reserva Federal (FED) se incrementara al 5,25%. Al aumentar el servicio de la deuda de los créditos se deterioró la capacidad de consumo de los agentes y el costo del capital se incrementó.

18. Como consecuencia, el precio de los inmuebles en el 2007 presentó una reducción mensual promedio del -0,45%[1] y el costo de financiamiento se incrementó proporcionalmente con los ajustes realizados a la tasa de interés por parte de la FED.

19. La rectificación procíclica de ratings de riesgo crediticio para los títulos con activos subyacentes de deuda *subprime* ocasionó una liquidación de posiciones riesgosas y la búsqueda de instrumentos menos volátiles y más seguros. La sobredependencia en el uso de las calificaciones de crédito para evaluar la seguridad de los activos reemplazó la debida diligencia y el criterio propio de los inversionistas profesionales, acelerando la propagación de la crisis.

20. La angustia de los inversionistas provocó una venta generalizada de activos dificultando su valoración (Baena, Septiembre 2008). Este fenómeno, también procíclico en la valoración, conllevó a la revisión de los estándares en materia del principio de *mark to market*.

[1] Promedio de la variación mensual en el 2007 del *House Price Index* calculado por el *Federal Housing Finance Agency*.

21. La denominada crisis *subprime* fue, entonces, un fenómeno de riesgo sistémico el cual se originó en el sector hipotecario estadounidense para luego trasladarse a los mercados financieros globales a través de instrumentos financieros complejos originados en el periodo de expansión económica mundial.

22. En relación con la regulación prudencial, los requerimientos de capital de las principales economías desarrolladas siguen los principios de Basilea I y Basilea II, lo que también tiene efectos procíclicos. En el período de auge se expande la actividad crediticia y se incentiva la toma de riesgos, mientras que en la fase de desaceleración se restringe el crédito para mantener constantes los márgenes de solvencia. Incluso, el deterioro de cartera puede llevar a la necesidad de mayores inyecciones de capital cuando este es más escaso.

23. Las prácticas de control interno, por su parte, no incluyeron aspectos cualitativos y el criterio de los administradores fue sustituido en su gran mayoría por sofisticados modelos internos de riesgo, cuyos resultados probaron ser demasiado optimistas. La alta dirección aprobó el uso de dichos modelos sin comprenderlos en su totalidad. No incluir criterios cualitativos de los administradores conllevó a una toma excesiva de riesgos en productos cuya exposición no estaba adecuadamente valorada.

24. A lo anterior se suma que falló el sistema de pesos y contrapesos de los esquemas de gobierno corporativo de las entidades financieras. El desconocimiento de las juntas directivas del funcionamiento de modelos de riesgos y características de productos financieros innovadores y la poca información que obtuvieron respecto los escenarios de estrés de los mismos conllevaron a la inexistencia de los controles necesarios. Adicionalmente, la remuneración de funcionarios se basó en metas de muy corto plazo que incentivaron una mayor toma de riesgos.

b. La liquidez en los mercados financieros

25. Un elemento de primer orden en el análisis de la crisis financiera se relaciona con la liquidez de los mercados. Para estudiar la evolución de la misma se sigue la metodología de mediciones de liquidez ex - post (Baena, Septiembre 2008) y la determinada por el tamaño del mercado de bonos y emisiones que lo componen (Jeanneau & Tovar, Junio de 2008).

26. En el periodo previo a la materialización de la crisis las bajas tasas de financiación en los mercados financieros y el incremento de la demanda por nuevas fuentes de financiación propiciaron un incremento de la emisión de deuda y de los volúmenes de negociación registrados en los mercados financieros (Perez Saiz, Diciembre de 2007).

27. Según la Federación Internacional de Bolsas de Valores (*WFE)* los volúmenes de negociación en los mercados estandarizados presentaron una tendencia al alza. En el mercado de acciones se negociaron durante 2006 USD$113.790 millones, en 2007 USD$113.163 millones y en 2008 USD$114.121 millones. Por su parte, el mercado de bonos presentó un crecimiento promedio del 15% para el mismo periodo, lo cual implicó un volumen medio de negociación cercano a los USD$15.779 millones (World Federation of Exchange, 2008).

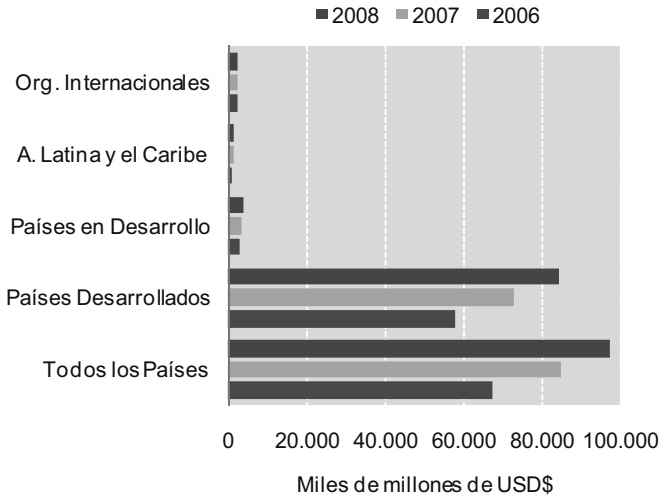
28. Conviene señalar que los incrementos en los volúmenes transados a partir del año 2005, obedecen a las expectativas futuras en materia de crecimiento económico y de menor inflación para las diferentes economías mundiales (Hördahl & MacGuire, Junio de 2007).

29. Según cifras del BIS el mercado de derivados OTC evidenció un crecimiento del 61,78% entre 2006 (USD$785.000 millones) y 2008 (USD$1,27 billones). Este resultado se debió a la mayor demanda de mecanismos de cobertura frente al incremento de la volatilidad que presentaron los tipos de interés y las tasas de cambio durante el segundo semestre de 2007 e inicios del 2008.

30. Un segundo elemento que evidencia los altos niveles de liquidez del mercado mundial radica en el incremento de las colocaciones de deuda realizadas entre el 2006 y 2007. En Brasil, China, Colombia, Alemania, Japón, México, Inglaterra y EEUU. durante 2007 se llevaron a cabo emisiones de deuda privada por USD$86.966 millones y en deuda pública por USD$69.617 millones, lo que implica un crecimiento de 10% y 6,78% respectivamente.

31. En el caso de la colocación de títulos de deuda pública externa se registró un incremento durante los últimos tres años. En los países desarrollados la emisión de deuda aumentó el 20% en promedio, mientras que en los países en desarrollo y Latinoamérica el crecimiento promedio se ubicó en 10% y 2%, respectivamente, durante el periodo comprendido entre 2006 y 2008.

Gráfico 1
Volumen total emisiones de deuda pública externa (2006-2008)



Fuente: Banco de Pagos Internacionales.

32. En conclusión, antes de presentarse la coyuntura que originó la crisis financiera a mediados de 2007, los niveles de liquidez presentaban incrementos sostenidos producto de menores tasas de financiación y alentadoras expectativas de crecimiento económico. Esto se terminó reflejando en un aumento de las emisiones de deuda pública y privada, y mayores montos negociados en los mercados estandarizados y OTC.

c. La innovación financiera y la crisis

33. La innovación financiera amplificó y aceleró las consecuencias negativas de la crisis internacional. Desde mediados de la década de los 90, en Estados Unidos instrumentos financieros innovadores convirtieron las hipotecas en activos financieros de especulación y de inversión.

34. Estos instrumentos si bien permitieron la diversificación de activos y rentabilidades, también propiciaron el escenario para la asunción excesiva de riesgos de todo el sistema financiero, ya que proliferaron sin el debido acompañamiento de medidas necesarias por parte de las entidades de supervisión y de regulación.

35. La percepción de que el crecimiento en el valor de activos titularizados bajo el modelo de originación para distribuir era sostenible en el largo plazo, llevó a los inversionistas institucionales a buscar mayores rentabilidades mediante instrumentos financieros más complejos y sofisticados cuyo riesgo estaba subvalorado. Adicionalmente, los procesos de debida diligencia de administradores de recursos e inversionistas institucionales fueron reemplazados por las calificaciones de riesgo crediticio pagadas por emisores, quienes en muchos casos fueron asesorados por esas mismas calificadoras sobre cómo obtener calificaciones superiores.

36. Los instrumentos financieros complejos fueron diseñados para ofrecer mayores rentabilidades, en la mayoría de los casos mediante un mayor apalancamiento. Entre otros productos cuyos riesgos no fueron valorados adecuadamente, lo que explica en parte la rápida aceleración y expansión de la crisis, están las titularizaciones complejas de cartera (CDO's), titularizaciones de papeles comerciales (ABCP's), los derivados no estandarizados (CDS's), los valores con retornos definidos mediante subastas (ARS's), y los instrumentos híbridos como fuente de capital regulatorio[2]. Su opacidad dificultó la evaluación de riesgos y consecuentemente las necesidades de capital de alta calidad por parte de las entidades financieras para soportarlos probó ser en muchos casos insuficiente.

37. Tratamiento diferente en este análisis debe darse al caso de las titularizaciones tradicionales, que no deben asociarse necesariamente como una causa de la reciente crisis. De hecho, estos instrumentos han existido por más de 40 años brindando amplios beneficios para el desarrollo de los mercados[3]. La principal diferencia entre las titularizaciones tradicionales y los CDO's de la última década radicó en el hecho de que existiese una cantidad de intermediarios que subvaloraron los riesgos a los que se exponían en cada etapa del proceso.

38. Los originadores de los créditos aprobaban los desembolsos sabiendo de antemano que iban a distribuir dicha cartera, por lo que los estándares de originación fueron bajos. Adicionalmente, los administradores de los patrimonios autónomos compraron las carteras de créditos (mediante un *true sale*) y realizaron las divisiones de las series (*tranches*) para su distribución a los inversionistas finales utilizando como referencia modelos de pérdidas esperadas que probaron ser demasiado optimistas. Por su parte, las calificadoras de riesgo, involucradas en diferentes etapas del proceso, calificaban la estructura de titularización y sus respectivas series estresando los modelos utilizados por las bancas de inversión con la información de la crisis del periodo de 2000 y 2001. Sin embargo, en este periodo los precios de la vivienda tuvieron un crecimiento positivo y las ejecuciones hipotecarias correspondían al 1,5% del total de hipotecas en los EEUU., por lo cual las pruebas de estrés fueron considerablemente bajas comparado con lo observado durante 2008 y 2009 (gráfico 2). Finalmente, al agregar garantías crediticias para mejorar la calidad de la serie respectiva, mediante CDS, sobre colateralización, o posibilidades de renegociación de las tasas de

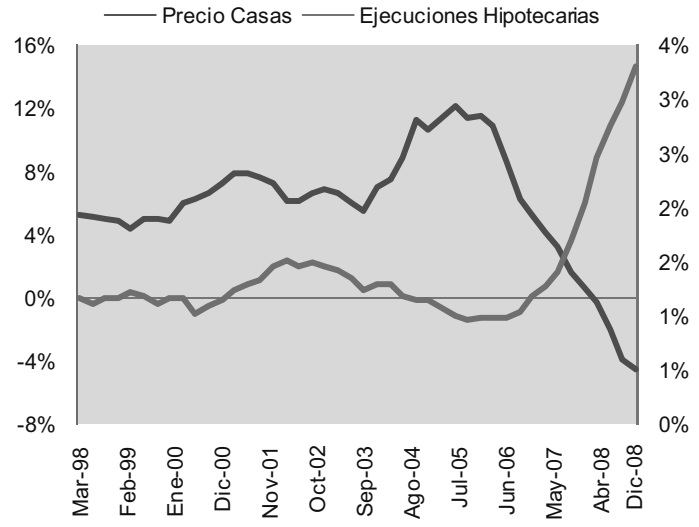
[2]Para un análisis exhaustivo de los *Collaterized Debt Obligations* ver (Benmelech & Duglosz, 2009) y (Ashcraft & Schuermann, 2008). Por su parte los *Auction Rate Securities* han recibido atención durante la crisis por el multimillonario acuerdo que debieron pagar a los pequeños inversionistas los vendedores de estos productos financieros cuando dejaron de actuar como creadores de mercado en estos valores de (Second Market, 2008).
Respecto instrumentos híbridos, muchos de los trabajos de recomendaciones preliminares de la crisis destacan la importancia de que el capital regulatorio, en especial en el Tier I se incluyan exclusivamente acciones y reservas, poniendo en entredicho la declaración de Sidney del comité de Basilea(recomendación 2 del *High Level Group on Financial Supervision* de la Unión Europea).(The High Level Group of Financial Supervision in the UE, 2009). No obstante, en tiempos de crisis ha probado ser necesario la rápida capitalización del sistema financiero y para ello varias entidades han recurrido a los instrumentos híbridos.
Respecto los derivados de crédito tranzados en el mercado OTC (principalmente *credit default swaps*) mucha atención se ha dedicado al hecho que las primas de riesgo no fueron lo suficientemente altas, que el mercado secundario de este tipo de instrumentos excedía el monto de activos de riesgo objeto de cobertura, al tiempo que la opacidad del mercado impidieron hacer una evaluación de su valor y de la exposición a riesgos que enfrentaba el mercado por este tipo de productos. Para mayor análisis ver (criado & van Rixtel, 2008), (Murphy, 2008) y (Dickinson, 2009).
[3] El caso Colombiano se trata en la sección 3.a.iv.

interés implícitas en los créditos titularizados, se hizo aún más complejo el análisis de seguridad de los valores.

39. A este proceso hay que agregar que se hicieron titularizaciones cuyos activos subyacentes eran las series ya titularizadas de menor calificación (titularizaciones sintéticas) que nuevamente eran agrupadas, mejoradas externamente en su calidad crediticia, calificadas, y distribuidas, incrementando así el apalancamiento del sistema.

40. Al asignarle un menor requerimiento de capital a los productos estructurados se generaron incentivos para que el sistema financiero invirtiera en este tipo de productos, subestimando su riesgo y manteniendo una gran porción de su exposición fuera de balance[4].

Gráfico 2
Precios de la vivienda y ejecuciones hipotecarias en los EEUU.



Fuente: Bloomberg.

41. La crisis reveló serias deficiencias en los estándares de transparencia requeridos para evaluar apropiadamente los riesgos de los productos estructurados y demás innovaciones financieras. Igualmente, es claro que el rol de las agencias calificadoras fue determinante. Las metodologías de las calificadoras, la presencia de conflictos de interés y la dependencia de inversionistas profesionales en las calificaciones, generaron una subvaloración del riesgo que durante el proceso de revisiones a la baja en el periodo 2007 – 2008 resultaron en mayores pérdidas por valoración de portafolio.

42. Las recomendaciones que se han realizado en materia de productos financieros innovadores se refieren a la necesidad de cerrar los vacíos de información en esos productos. Esto implica requerimientos de información a los originadores y demás intermediarios involucrados en el proceso de emisión de productos estructurados. Dentro de los requerimientos de transparencia se encuentran incluidos aquellos relacionados con esquemas de remuneración y en general, de incentivos que se generan durante el proceso.

43. El desarrollo de los productos estuvo acompañado de una escasa regulación. La exposición a riesgos mediante vehículos fuera de balance no hizo parte de los requerimientos prudenciales. Por ejemplo, al distribuir la totalidad de series de instrumentos complejos se

[4] Se traslado la exposición del libro bancario a vehículos fuera de balance, mediante *true* sales, y luego al libro de tesorería mediante la adquisición de las series titularizadas. Dada la baja volatilidad y aplanamiento de las curvas de referencia, los requerimientos de capital disminuyeron en su conjunto, lo que incremento el apalancamiento.

incrementó el apalancamiento y las entidades no mantuvieron durante la vigencia de las emisiones una porción del riesgo implícito, lo cual no se reflejaba en sus libros. La falta de transparencia, producto de una política de desregulación, impidió a los organismos de supervisión evaluar el riesgo implícito en las innovaciones financieras descritas.

d. El rol del gobierno corporativo en las entidades

44. Los recientes episodios han dejado múltiples enseñanzas en materia de gobierno corporativo, tanto en la forma como se integran los órganos de gobierno de las entidades financieras, como en el alcance de sus funciones. Una clara muestra de lo anterior lo constituye el hecho de que la OECD y el G-20 realizaron estudios en la materia y emitieron conceptos y recomendaciones sobre el tema (Kirkpatrick, 2008).

45. En los estudios se evidenció que a pesar de que las juntas directivas son las encargadas de definir los lineamientos de riesgo de las entidades, no hicieron un seguimiento permanente a su cumplimiento. De una parte, la información relativa a la medición de riesgos no fue adecuada y, de otra, no se transmitió oportunamente al órgano de dirección para su conocimiento, análisis y toma de decisiones.

46. Dichos estudios también concluyeron que la composición de los comités de riesgo de las juntas directivas contaban con una alta participación de directivos de la entidad que no tenían necesariamente los conocimientos específicos en materia de riesgos. Esto redujo la capacidad de análisis de los riesgos asociados a la operación de la entidad, especialmente en relación con inversiones en productos financieros complejos y sofisticados.

47. Se encontraron situaciones en las cuales los órganos de dirección y control de las entidades desconocían los niveles de capital y solvencia requerida y por supuesto el cumplimiento de sus respectivos requerimientos.

48. Los esquemas de remuneración y de promoción de funcionarios, basados en los resultados obtenidos tanto en negociación de valores como en actividades de banca de inversión, incentivaron la toma de riesgos. Dichos lineamientos en muchos casos no habían sido definidos por las juntas directivas de las entidades o no incluyeron un análisis robusto respecto la creación de incentivos de corto plazo.

49. Con base en los anteriores hallazgos, el G-20 recomendó fortalecer las juntas directivas con una mayor participación de miembros independientes que cuenten con experiencia en la industria financiera y en administración de riesgos.

50. Otra recomendación ha sido la implementación de esquemas en los cuales la junta directiva supervise la relación entre las políticas de riesgos y las políticas de remuneración, de forma tal que se propenda por un equilibrio entre los riesgos que asumirá la entidad, la política prudencial, los objetivos de largo plazo y los retornos entregados a los accionistas.

51. Finalmente, se plantea que las juntas directivas establezcan los parámetros que se deben tener en cuenta para determinar el perfil de riesgo de la entidad y adelanten un adecuado seguimiento a su cumplimiento.

e. El rol de las calificadoras de riesgo

52. La responsabilidad de las calificadoras de riesgo en el reciente deterioro financiero internacional es un hecho en el que coinciden todos los trabajos acerca de la crisis. Dada la complejidad de los productos estructurados desarrollados como parte del modelo de originar para distribuir, los inversionistas dependieron de las calificaciones de riesgo para evaluar el riesgo crediticio de los activos que estaban adquiriendo. Bajo la impresión de que los riesgos estaban siendo adecuadamente considerados en las calificaciones, y dada la búsqueda de

mayores rentabilidades que ofrecían los productos estructurados[5], inversionistas profesionales hicieron grandes inversiones en estos activos considerados seguros.

53. El reemplazo de la debida diligencia de los inversionistas por la calificación llevó a una subvaloración de los riesgos. De una parte, los modelos utilizados por las calificadoras no incluyeron en sus supuestos estimaciones de una posible contracción en los precios de la vivienda en los EEUU. (hecho que no había ocurrido en más de treinta años) y en general, deterioros en las condiciones económicas. De otra, no hubo suficiente información acerca de las limitaciones de las calificaciones y de los supuestos sobre los cuales se soportaban las mismas, de manera que los inversionistas pudieran validar internamente la calidad de los activos.

54. La subestimación de la probabilidad de "default" de los instrumentos titularizados y las disminuciones de calificación subsiguientes hicieron evidentes dificultades de tipo metodológico y técnico en los procesos de calificación. De una parte, la insuficiencia de información histórica hizo que se subestimaran las correlaciones en la probabilidad de "default" ante cambios en las condiciones económicas. De otra, no consideraron la disminución de los estándares de originación de cartera hipotecaria sobre los riesgos de los activos titularizados, incluso cuando las autoridades advirtieron de dicha condición[6].

55. Adicionalmente, como la formulación de calificaciones vino acompañada en muchos casos de la prestación de servicios de asesoría, los originadores de titularizaciones complejas conocieron durante el proceso de estructuración la cantidad mínima de colateral requerido para alcanzar calificaciones AAA en las series de mayor jerarquía (Benmelech & Duglosz, 2009). Los errores en los modelos cuantitativos de las calificadoras, los cuales fueron puestos a disposición de los emisores[7], se replicaron en los trillones de dólares de titularizaciones que se estructuraron utilizando dichos modelos. Lo anterior exacerbó el conflicto de interés presente de manera natural en la estructura de los ingresos de las calificadoras, donde son los emisores quienes pagan los servicios de calificación.

56. Las recomendaciones respecto las debilidades evidenciadas en los procesos de calificación han tenido tres orientaciones: i. Unas dirigidas a los usuarios de las calificaciones, principalmente los inversionistas institucionales, indicando que las calificaciones son apenas un soporte en las decisiones de inversión pero no reemplazan la necesidad de tener adecuados procedimientos internos para evaluar la calidad de los activos que componen el portafolio. ii. Elevar los estándares de *stress testing* e incrementar la transparencia sobre las metodologías, permitiendo que modelos numéricos estén a disposición de los inversionistas para que puedan hacer sus propios escenarios de estrés, y que exista mayor información acerca de los supuestos sobre los cuales se soporta la calificación y el alcance de la misma. iii. Sobre la estructura de gobierno corporativo de las calificadoras y específicamente al manejo de conflictos de interés[8].

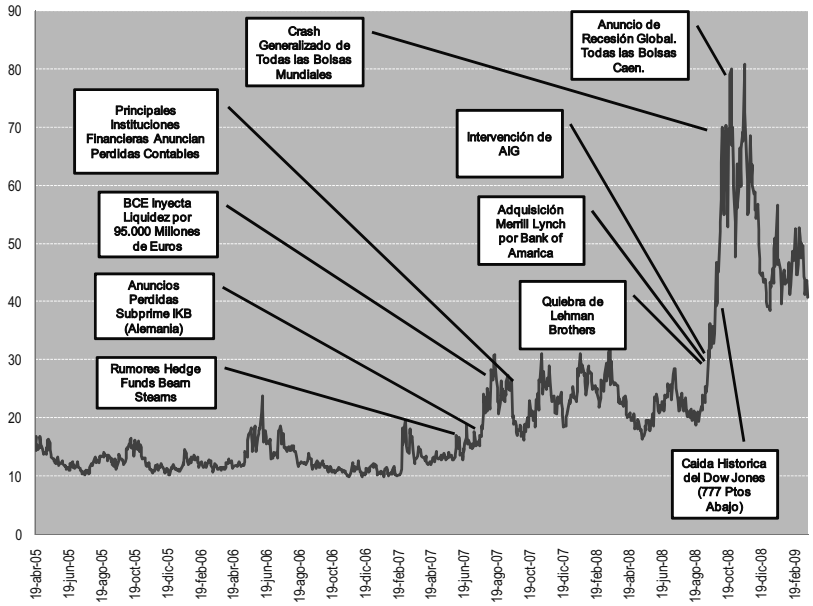
f. La volatilidad excesiva de los precios de los activos financieros

57. A pesar de que las primeras consecuencias de la actual crisis económica internacional se empezaron a conocer en junio de 2007 (con los rumores de que dos de los principales fondos de inversión de Bearn Stearns estaban generando grandes pérdidas, producto de las importantes inversiones en títulos hipotecarios), los principales niveles de volatilidad a nivel mundial se registraron en octubre de 2008.

---

[5] Inicialmente las calificadoras consideraron que las mayores rentabilidades estaban asociadas a una prima de liquidez.
[6] Desde 2004 hasta 2007 los bancos comerciales relajaron las prácticas de originación de crédito (Office of the Comptroller of the Currency, 2008) .
[7] (Standard and Poor's, 2006).
[8] Rol de las calificadoras en el mercado de productos estructurados (International Organization of Securities Commissions, 2009) y (THE COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, Mayo 2008).

Gráfico 3
Evolución del Índice VIX



Fuente: Bloomberg, cálculos AMV.

58. Para esa fecha todas las bolsas mundiales vivieron un "*crash*" generalizado con caídas importantes, tales como las de: España (-9,14%), París (-7,7%), Milán (-6,5%), Fráncfort (-7%), Nueva York (-4%) y Londres (-8%). Otras bolsas a nivel mundial como la de Moscú y Viena cerraron sus operaciones producto del pánico generalizado que se vivía en ese momento. Por su parte, las bolsas de Latinoamérica no fueron ajenas a esta tendencia mundial presentando caídas del -8,68% en Colombia, -5,92% en Brasil y -3,15% en México.

59. La desconfianza, incertidumbre y nerviosismo fue generalizado en el mercado. Índices como el VIX[9] (gráfico 3) que superaba los 20 puntos en agosto de 2007, ascendió niveles cercanos a los 35 puntos en septiembre de 2008, y un máximo de 82 en octubre del mismo año. Para este periodo se aceleraron los efectos de la crisis en el valor de las compañías listadas, con todas las plazas bursátiles presentando caídas importantes en el valor de sus índices.

60. La alta volatilidad observada en el VIX, producto de los diferentes hechos económicos que afectaron a las grandes instituciones financieras a nivel mundial como *Lehman Brothers, Merrill Lynch, Northern Rock y AIG*, entre otros, y que debilitaron además a las principales economías mundiales, se reflejó igualmente en los diferentes mercados de renta fija, bursátiles, *commodities* y divisas a nivel mundial, los cuales presentan altas correlaciones en las tendencias de la volatilidad de los mismos (ver gráfico 4, gráfico 5, gráfico 6, gráfico 7).

[9] El VIX sirve de referencia como indicador la volatilidad implícita de las opciones que componen el S&P 500.

Gráfico 4
Volatilidad de los instrumentos de renta fija en los mercados mundiales*

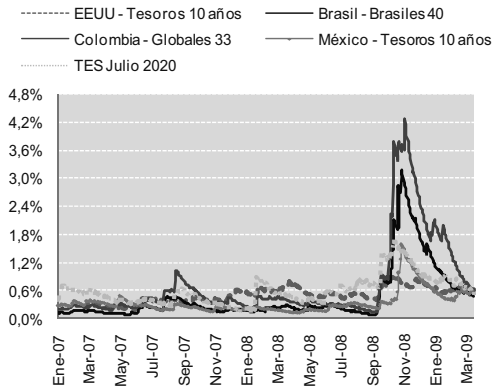


Gráfico 5
Volatilidad de los índices de acciones en los mercados mundiales

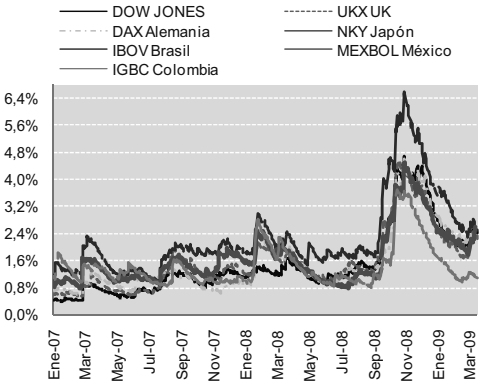


Gráfico 6
Volatilidad de las divisas en los mercados mundiales

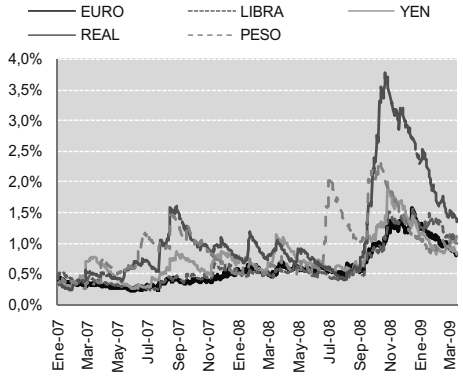
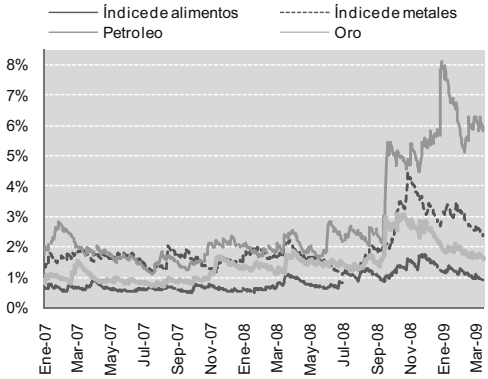


Gráfico 7
Volatilidad de los *commodities* en los mercados mundiales



* Volatilidades diarias calculadas a partir de la metodología de suavizamiento exponencial EWMA con un Lambda estándar de 94%.
Fuente: Bloomberg, cálculos AMV.

61. Producto del pánico económico que generó la crisis internacional durante el segundo semestre de 2008, las volatilidades diarias de los mercados de renta fija y renta variable ascendieron a niveles sin precedentes del 4% y 3% respectivamente. Similar comportamiento presentaron los mercados de divisas y *commodities* durante el mismo periodo, los cuales registraron volatilidades diarias del orden de 3,5% y 8%, respectivamente.

g. Las deficiencias en la estructura regulatoria

62. Diversos analistas han llamado la atención en torno al hecho de que uno de los principales factores detonantes de la crisis financiera fue la regulación aplicable al mercado financiero y de valores.

63. No cabe duda que Estados Unidos ha desarrollado el mercado de capitales más profundo, sofisticado y eficiente del mundo. Habría que señalar también que el mismo cuenta con uno de los modelos de regulación y supervisión financiera más antiguos (establecido en 1934), complejos y con falencias de coordinación evidentes a partir de la crisis.

64. El 17 de junio, el departamento del Tesoro de los EEUU publicó el documento conceptual base para la reforma a la estructura de regulación y supervisión del sistema financiero de EEUU. Con esta reforma se plantea reforzar los mecanismos de coordinación entre agencias, supervisar a todas las entidades financieras que implican un riesgo sistémico incluso si no son bancos, mayores estándares prudenciales, incrementar la transparencia como mecanismo para reforzar la disciplina de mercado, mayor protección al consumidor financiero e incrementar la cooperación internacional.

65. Actualmente el esquema de regulación y supervisión del mercado de capitales de los Estados Unidos está compuesto por[10]:

- Reguladores y supervisores bancarios del nivel federal:

  (i) *Federal Reserve (Fed),*
  (ii) *Office of the Comptroller of the Currency (OCC),*
  (iii) *Office of Thrift Supervision (OTS)*,
  (iv) *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)*, y
  (v) *National Credit Unions Association (NCUA)*

- Más de 50 supervisores bancarios del nivel estatal.

- El mercado de valores cuenta con un regulador y supervisor federal de valores llamado la *Securities and Exchange Commission* (SEC)*,* y dos clases de autorreguladores del mercado de valores: (i) un autorregulador independiente de las bolsas y sistemas de negociación (*Financial Industry Regulatory Authority* – FINRA)[11] y (ii) todas las Bolsas de Valores y sistemas de negociación, que tienen funciones de autorregulación respecto sus sistemas, como *NYSE*, *Nasdaq* (cuyas funciones de autorregulación son tercerizadas a FINRA), y el *American Stock Exchange*, entre otros. Además de los reguladores y supervisores al nivel estatal que pueden ser más de 50.

- El mercado de futuros y opciones cuenta con un regulador y supervisor al nivel federal llamado el *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC)*,* sin perjuicio de los reguladores y supervisores del nivel estatal. Para este mercado también existe un autorregulador independiente de las bolsas, denominado *National Futures Association* (NFA), más las funciones de autorregulación de las bolsas y sistemas de negociación que están concentradas principalmente en el *Chicago Merchantile Exchange Group Market Regulation*.

66. La anterior estructura de regulación y supervisión institucional y funcional, que ha sido desarrollada desde la gran depresión, genera muchas dificultades. La cantidad de

[10] El siguiente cuadro muestra el tipo de institución financiera y sus correspondientes reguladores y supervisores.

No.	Institución	Reguladores
1	Bancos Nacionales	OCC, Fed, FDIC, SEC
2	Bancos estatales miembros	Fed, Regulador estatal, FDIC, OCC, SEC
3	Bancos estatales no miembros pero afiliados al FDIC	FDIC, Regulador estatal, OCC, Fed, SEC
4	Asociaciones Federales de Ahorro	OTS, FDIC, OCC, Fed, SEC
5	Asociaciones Estatales de Ahorro	OTS, Regulador estatal, FDIC, OCC, Fed, SEC
6	Bancos estatales no afiliados al FDIC	Regulador estatal, OCC, Fed, SEC
7	Asociaciones Federales de Ahorro no afiliadas al FDIC	Regulador estatal, OCC, Fed, SEC
8	Asociaciones Federales de Crédito	NCUA, OCC, Fed, SEC
9	Asociaciones Estatales de Crédito no afiliadas al FDIC	NCUA, Regulador estatal, OCC, Fed, SEC
10	Bancos Holding	Fed, Regulador estatal, OCC, SEC, Regulador estatal de seguros
11	Holdings financieras	Fed, Regulador estatal, OCC, SEC, Regulador estatal de seguros
12	Corporaciones de Ahorro	OTS, Regulador estatal, SEC, Regulador estatal de seguros

Fuente: (Malloy, 2006)

[11] FINRA es el resultado de la fusión entre dos autorreguladores: la NASD y el área de servicios regulatorios de la NYSE.

jurisdicciones en competencia, responsabilidades cruzadas, dificultades de coordinación, confusiones para las entidades supervisoras y costos excesivos llevaron a una carrera regulatoria que terminó con menores estándares de regulación en aspectos importantes del sistema financiero (Departamento del Tesoro EEUU, 2009).

67. Se evidencia que ningún supervisor tiene competencia para ejercer control consolidado sobre grupos financieros. Por ende, no hay una entidad de supervisión con las herramientas necesarias para adoptar las medidas necesarias con el fin de mitigar riesgos sistémicos. Esta limitante se hizo evidente desde el año 2006, momento en el cual se discutía públicamente que el mercado estaba incurriendo en excesivos riesgos en cartera hipotecaria. No se realizó un diagnóstico acertado de los riesgos, y erróneamente se presumió que los mismos estaban distribuidos globalmente en quien estaba en mejor capacidad de soportarlos (Ackerman, 2009).

68. Otra dificultad consiste en que las entidades aseguradoras escapan de la regulación y supervisión federal. Esta tarea recae en cada uno de los reguladores al nivel estatal.

69. Entidades creadas por el legislador para el patrocinio de la vivienda, tales como Fannie Mae y Freddie Mac, eran supervisadas por la *Federal Housing Finance Agency*. Esta entidad gubernamental, por su naturaleza, no contaba con la experiencia ni conocimientos especializados para la supervisión del mercado de capitales.

70. Respecto de la regulación y supervisión de las bancas de inversión, con ocasión de la expedición del *Gramm-Leach-Bliley Act* de 1999, el Congreso de los Estados Unidos decidió que este tipo de entidades no serían objeto de regulación prudencial por parte del Estado[12]. Esta política de desregulación se apoya en la idea de que los inversionistas pudientes y expertos en los mercados de valores no deben ser objeto de regulación estatal, en la medida en que cuentan con los medios y recursos suficientes para valorar los riesgos que pueden asumir (Greenspan, 2009). Se consideró que las bancas de inversión eran capaces de imponerse sus propios límites sin injerencia alguna del gobierno o de una entidad autorreguladora externa[13]. Bajo este mismo postulado se justificó la ausencia de regulación sobre los *Hedge Funds*, que se caracterizan por sus altos niveles de apalancamiento y riesgo.

71. La actual estructura de regulación del mercado de capitales de los Estados Unidos es única. No existe en el mundo otra jurisdicción con un grado de desarrollo similar que cuente con ese nivel de complejidad y desregulación.

72. A raíz de la crisis la estructura reguladora y supervisora del mercado de capitales de Estados Unidos será objeto de reformas. El principal objeto de las mismas estará en la adecuada supervisión y evaluación de los riesgos del sistema. Varias iniciativas en este sentido han surgido por parte de la academia, entre otras: la necesidad de regular y supervisar las bancas de inversión, los sistemas de pagos, los *hedge funds*, la necesidad de contar con una mayor coordinación entre autoridades e incluso de ser posible la creación de un esquema que permita eliminar duplicidades y tener capacidad macroprudencial (The Department of the Treasury of the United States, 2008).

73. La propuesta de reforma presentada por el Tesoro de EEUU en junio de 2009 implica la creación de una entidad de supervisión bancaria a nivel nacional donde la OCC y la OTS se fusionan en una única entidad. La FED tendría a su cargo la supervisión consolidada de entidades financieras de importancia sistémica, con independencia de su forma jurídica, lo que implica que otras entidades diferentes a los bancos comerciales estarían bajo la competencia de la FED. Se implementaría un enfoque macroprudencial a la supervisión

[12] Desde 1994 en Estados Unidos se promovió el uso de la autoimposición de normatividad por las instituciones financieras en relación con la capacidad de asumir riesgos de carácter prudencial (Gapper, 1994).
[13] Ver sección 2.h.

consolidada, para el efecto se crea un consejo de reguladores financieros. Todas las entidades financieras estarían bajo supervisión y estándares de capitales mínimos con independencia de la forma jurídica bajo la cual se constituyan, incluyendo a los fondos de cobertura.

74. En Europa se siguen modelos de regulación y supervisión distintos. En el Reino Unido, hace más de una década, se revisó estructuralmente el esquema de regulación creando un sistema de supervisión macroprudencial basado en tres entidades coordinadas entre sí: el Banco de Inglaterra, el Tesoro Nacional y la Autoridad de Servicios Financieros (FSA). Cada entidad cuenta con roles definidos complementarios entre sí.

75. Sin embargo, el Reino Unido, teniendo un esquema de regulación y supervisión completamente diferente al de los EEUU., tampoco ha sido ajeno a la crisis. La expansión de crédito y el ciclo de precios de la vivienda fue similar a la estadounidense, lo cual conllevó a un rápido crecimiento de algunos bancos cuyo fondeo era de muy corto plazo y que dependían de los mercados de valores globales para desacumular su exposición al riesgo de crédito producto de las originaciones de cartera hipotecaria. Con la pérdida de liquidez de los mercados globales las posibilidades de fondeo disminuyeron, la consecuente liquidación de activos llevó a pérdidas por valoración y se experimentaron las quiebras de *Northern Rock*, *Bradford & Bingley y HBOS*.

76. En Europa Continental también se hicieron evidentes fallas regulatorias, principalmente la carencia de unas normas consistentes en su aplicación y la falta de coordinación por parte de los países miembros de la Unión Europea (The High Level Group of Financial Supervision in the UE, 2009). Por ejemplo en Holanda, cuya estructura regulatoria consiste en un sistema de picos gemelos (*twin* peaks), el sistema bancario tuvo un importante contagio que se reforzó con la quiebra de algunos bancos en Islandia[14]. Al igual que en Inglaterra, los bancos de Europa en su mayoría han experimentado dificultades cuando su riesgo de mercado se transforma en riesgo de liquidez y ocasiona pérdidas por valoración.

h. El concepto de autorregulación en la crisis financiera

77. La crisis financiera ha dado lugar a una serie de críticas sobre de la autorregulación en el mercado financiero. Para poder participar adecuadamente de la discusión que se ha generado es fundamental tener claridad sobre el concepto de autorregulación, así como de sus diferentes matices.

78. Constituye autorregulación la auto-imposición de normas sobre cualquier materia. El concepto de autorregulación en el sistema financiero tiene un mayor alcance, ya que lleva implícita la participación del Estado en la regulación que rige dicho mercado, en el sentido de que a una mayor participación del Estado como regulador del sistema hay una menor posibilidad de los participantes de autorregularse.

79. La autorregulación en el sistema financiero puede tomar diferentes formas, que para los propósitos del presente capítulo, se definen en cuatro grandes categorías: (i) “pura” o “voluntaria”; (ii) “regulada”; (iii) “independiente” o “endógena”; y (iv) “externa”.

80. La autorregulación “pura” o “voluntaria” es aquella en la que varios particulares toman la decisión consciente y voluntaria de establecer unas reglas de juego sobre una determinada actividad, operación, etc. Bajo este esquema de autorregulación el grupo de actores desarrollan una normatividad en la que no se involucra al Estado de ninguna manera.

81. Por autorregulación “regulada” se entiende la autorregulación donde el Estado interviene fijando parámetros para el desarrollo de la normatividad, supervisión y disciplina, y/o

[14] Ver crónicas de la crisis de crédito del DNB (De Nederlandsche Bank, 2009).

supervisando cómo se lleva a cabo la misma (Rosillo Rojas, 2008). Dentro de este segundo modelo se encuentra el modelo de autorregulación que desarrolla el Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (AMV).

82. La autorregulación "individual" o "endógena" se presenta cuando un solo participante del mercado se auto-impone una normatividad, y ejerce supervisión y disciplina sobre la misma de manera autónoma, sin que del modelo participen terceras personas, ya sea como autorregulados o como autorreguladores. En este caso, no existe homogeneidad sobre la autorregulación en la determinada industria. Si bien bajo este modelo de autorregulación es posible que el Estado obligue a ciertos participantes del mercado a autorregularse, la imposición de límites es de carácter individual, de manera que la normatividad es desarrollada internamente por cada entidad.

83. En la autorregulación "externa" la autorregulación la realiza un organismo independiente de los autorregulados, de las bolsas de valores y mercados financieros organizados y del Estado. Este sería el caso de AMV o de FINRA en Estados Unidos, para nombrar algunos.

84. Un modelo de autorregulación puede compartir características de varios de los cuatro modelos antes mencionados. Así, por ejemplo, puede haber un modelo de autorregulación "regulado"-"externo". Es decir, que el Estado impone la obligación de autorregularse, con o sin unos parámetros mínimos, y ésta se desarrolla a través de un organismo externo. También puede haber un modelo "regulado-independiente" por virtud del cual el Estado imponga la obligación de desarrollar internamente regulación a cada participante un determinado tema.

85. Las críticas que han surgido a partir de la crisis hacen referencia a la política desarrollada en Estados Unidos desde 1994 de desregulación estatal en materia prudencial acompañada de autorregulación "independiente". En efecto, Alan Greenspan, *chairman* de la FED, señaló en 1994, que los bancos y las instituciones financieras deberían cada vez más depender de la autorregulación independiente, ya que el Estado no estaba en capacidad de adelantar esa labor[15]. Greenspan se refería al conjunto de normas desarrolladas independientemente por cada entidad financiera para evaluar los riesgos financieros que asumía.

86. Bajo esta política de autorregulación independiente, no existían mecanismos adecuados para el manejo de conflictos de interés, ya que aquellos quienes asumían los riesgos eran los mismos que establecían la capacidad de asumirlos. Lo anterior, además, fue acompañado de una serie de medidas que incentivaban la asunción de mayores riesgos, como por ejemplo los esquemas de remuneración atados al número de créditos hipotecarios que se otorgaran.

87. Es precisamente al modelo americano de desregulación anterior al que se le critica como una de las causas directas de la crisis financiera. De hecho, el mismo Greenspan manifestó que el interés propio de los dueños y administradores de instituciones financieras debe llevarlos a mantener adecuadas provisiones contra la insolvencia mediante el monitoreo continuo de su capital y sus posiciones de riesgo. Por mucho tiempo dicha apreciación parecía incontrovertible, sin embargo, en el verano de 2007 falló[16]. Ahora Greenspan reconoce que el modelo de desregulación mediante la autorregulación "individual" fracasó. Es importante destacar que en ningún momento se ha criticado el modelo de autorregulación "externo-regulado" como el que desarrolla FINRA en Estados Unidos.

88. Así, es claro que el modelo de autorregulación "externo"-"regulado" complementa la labor estatal aportando especialidad y elevando los estándares de los sectores autorregulados. En la medida en que se trata de una entidad independiente de los participantes del mercado, es

[15] Ver: John Gapper, "*Fed need for self-regulation*". Financial Times. Junio 9 de 1994.
[16] Ver: Alan Greenspan. "We need a better cushion against risk". Financial Times, Marzo 26, 2009.

posible diseñar medidas que permiten la prevención, manejo y abstención de actuar en presencia de conflictos de interés. Por otro lado, bajo este modelo, el organismo autorregulador sigue los criterios y principios impuestos por el Estado al ser objeto de supervisión del gobierno. Precisamente el modelo antes descrito, a grandes rasgos, es el desarrollado por AMV.

89. En este sentido, es claro que las críticas acerca de la autorregulación no se deben extender a los modelos desarrollados por entes externos que cuentan con la supervisión del Estado, como es el caso de FINRA o AMV.

i. Los episodios de esquemas piramidales en la crisis financiera

90. Recientes fraudes financieros han perjudicado un gran número de inversionistas aumentando la desconfianza en los mercados que se presentaba debido a la crisis financiera. Esto ha desatado múltiples críticas sobre la capacidad de la SEC y otras autoridades para salvaguardar los recursos de los inversionistas.

91. Las pirámides y los esquemas Ponzi son mecanismos en los que una persona o empresa recibe dinero del público para invertirlo aparentemente en un negocio lucrativo. Sin embargo, a diferencia de una inversión real, el pago de los beneficios depende del dinero que depositen nuevos participantes. El esquema colapsa cuando los aportes de las personas que ingresan no son suficientes para pagar a quienes se retiran producto de la maduración de sus "inversiones"[17].

92. De acuerdo con la información disponible, desde 2002 la SEC ha iniciado acciones contra 300 personas por operar directa o indirectamente un esquema Ponzi[18] y en los últimos dos años ha radicado 75 investigaciones por el mismo motivo (Walter, 2009). A pesar de este esfuerzo, los fraudes de los últimos meses dejan al descubierto que inversionistas incautos continúan alimentando estos esquemas piramidales[19].

93. El caso que mayor atención ha recibido ha sido la estafa de Bernard Madoff, calificada como el esquema Ponzi más grande de la historia, luego de registrar pérdidas por US$50 billones de dólares. Madoff prometía una rentabilidad anual entre el 10-12% utilizando un esquema de fondos alimentadores que le permitía canalizar los recursos del público hacia un portafolio de acciones administrado por su firma de inversión Bernard *Madoff Investment Securities* (BMIS), sin tener relación directa con los clientes[20].

94. De acuerdo con las investigaciones de la SEC (SEC Complaint, 2008), el esquema nació en la década de los noventa en Nueva York y desde entonces se extendió a varios países, ofreciendo una rentabilidad elevada. Su principal fondo alimentador, *Fairfield Sentry Ltd* (FFS), llegó a canalizar hasta US$8 billones de inversionistas en Suiza, Madrid, Londres, Brasil y Nueva York. De los 156 meses de operación, sólo en 5 el fondo obtuvo un rendimiento negativo y su volatilidad se mantuvo en 2,5%, muy por debajo del nivel exhibido por el índice S&P 100 (14,8%) (Gregoriou & Lhabitant, 2008).

---

[17] Para una demostración matemática de la quiebra de las pirámides vea: Semana Económica 643. Asobancaria. Pirámides se requieren acciones más fuertes. (disponible en www.asobancaria.com).

[18] Carlo Ponzi estafó a cerca de 40 mil personas en Boston entre 1919 y 1920, prometiendo un retorno de 50% a 90 días, frente a un 5% que ofrecían las cuentas de ahorros, por invertir en una empresa ficticia llamada *Securities Exchange Company*, la cual aparentemente realizaba operaciones de arbitraje con cupones postales. Ponzi fue declarado culpable de fraude cuando se descubrió que no había reinvertido dinero en la empresa.

[19] Varias cortes en Estados Unidos han concluido que los esquemas Ponzi y en general las pirámides cumplen con los elementos del *Test de Howey* con lo cual se deben considerarse como un valor, y la SEC es responsable de detectarlas y disciplinaras (SEC v. SG Ltd., 265 F3d 42).

[20] Madoff aseguraba que su firma de inversión administraba un portafolio de 100 acciones del S&P utilizando una estrategia conservadora conocida como "*split-strike conversion*". Utilizó principalmente 6 fondos alimentadores para captar recursos, pero éstos nunca revelaron a sus inversionistas que el dinero sería administrado por la firma de Madoff, lo que ayudó a que éste nunca tuviera la necesidad de revelar información detallada de su operación.

95. Algunos periodistas y expertos del mercado dudaron del excelente comportamiento de los fondos y acusaron a Madoff de adelantar conductas indebidas relacionadas con conflictos de interés y uso de información privilegiada. Harry Markopolos, el principal denunciante del caso, alcanzó a enviar 29 alertas a la SEC desde 1999, alegando los riesgos y las irregularidades del esquema. La SEC, por su parte, visitó las oficinas de Madoff en reiteradas ocasiones pero sus investigaciones nunca detectaron el fraude.

96. A pesar de las múltiples alertas, muchos inversionistas siguieron invirtiendo en Madoff y sus fondos alimentadores. Sólo hasta el segundo semestre de 2008, en un entorno de baja liquidez y estrés financiero, Madoff empezó a enfrentar dificultades para recaudar nuevos recursos que le permitieran devolver el dinero depositado que requerían los inversionistas y honrar la rentabilidad prometida. Se estima que entre septiembre y octubre de 2008 los fondos alimentadores sufrieron retiros por US$ 1 billón y que el esquema terminó colapsando en noviembre de 2008, cuando los retiros alcanzaron los US$ 3 billones y Madoff carecía del capital requerido para pagarlos (Clauss, Roncalli, & Weisang, 2009).

97. El 11 de diciembre de 2008 Madoff confesó su estafa y el 12 de marzo de 2009 fue sentenciado a 150 años de prisión. El pasado primero de abril, el Estado de Massachusetts acusó a *Fairfield Greenwich Group* de incumplir el deber de responsabilidad fiduciaria y de engañar a sus clientes a través del esquema defraudatorio de Madoff.

98. El 17 de febrero de 2009 la SEC inició una acción contra Robert Allen Stanford, y algunos de sus más cercanos colaboradores, por utilizar información fraudulenta para captar dinero del público a través CDTs emitidos por el *Stanford International Bank* (SIB), con sede en Antigua, y comercializados a través de la firma de corretaje *Stanford Financial Group Company* y la firma de asesoría de inversión Stanford Capital Management, ambos ubicados en Houston. A su vez, el 27 de febrero de 2009, la SEC modificó la orientación de su acción original y aseguró que Stanford y sus colaboradores habían operado un esquema Ponzi.

99. Según la investigación, Stanford y su equipo lograron captar US$ 8 billones, prometiendo tasas muy por encima del retorno de los CDTs de bancos estadounidenses y asegurando un portafolio de reinversión diversificado, seguro y líquido. En realidad, los recursos se invirtieron en finca raíz y en instrumentos de deuda privada, y se estima que al menos US$1,6 billones de los recursos se destinaron a préstamos personales a Robert Stanford. Una cantidad aún no determinada se utilizó como inversión especulativa en negocios privados.

100. De acuerdo con la SEC, en el caso Stanford hubo una manipulación de la contabilidad del SIB, se entregó información ficticia a los clientes y no se reveló la verdadera composición del portafolio o la existencia de los préstamos personales[21]. Mientras que entre 1994 y 2008 índices bursátiles tradicionales como el S&P 500 registraron pérdidas cercanas al 39%, las cifras publicadas por SIB indican que el portafolio de inversión mantuvo un rendimiento mayor al 10%, y sólo registró una reducción de 1,3% en 2008.

101. El juicio por este caso ha afectado a varias entidades del Grupo Stanford ajenas a esta situación. Las filiales en Venezuela y Panamá tuvieron que ser intervenidas por las autoridades. Por su parte, en Colombia, Ecuador y Perú, las filiales suspendieron operaciones para proteger los intereses de sus clientes y preservar la estabilidad del mercado.

102. Los escándalos de Madoff y Stanford han acelerado el colapso de múltiples esquemas Ponzi. Entre diciembre de 2008 y marzo de 2009 la SEC detectó 12 estafas denominadas

[21] (SEC, 2009), (Simpson, Searcey, & Scannell, 2009) *y* (Lynch, 2009).

"*mini-madoffs*" por pérdidas que alcanzaron los US$228 millones[22]. Buena parte del reciente descubrimiento de pirámides se debe al esfuerzo de las autoridades de Estados Unidos por detener la propagación de estafas en el mercado de valores y activos financieros. La CFTC (*Commodity Futures Trading Commision*) por ejemplo, creó desde agosto de 2008 la unidad especial *Forex Enforcement Task Force* para detectar esquemas Ponzi en el mercado *Forex*, y la SEC ha fortalecido su labor de supervisión y disciplina, reforzando sus canales de colaboración con autoridades a nivel estatal y denunciantes de pirámides y fraudes financieros[23].

103. A pesar de esto, la SEC ha sido objeto de reiteradas críticas por la falta de capacidad para detener la proliferación de estos esquemas. Para algunos esto se debe a las restricciones presupuestales de la entidad, la falta de experiencia y capacitación del personal, los conflictos de interés de los supervisores con la industria y la fragmentación de la estructura regulatoria (Poser, 2009).

104. En efecto, las últimas cifras disponibles dan cuenta de una fuerte disminución del personal de la SEC. Mientras el número de entidades, vehículos y activos del mercado creció de manera significativa entre 2005 y 2007, el número de funcionarios de supervisión y disciplina disminuyó un 7% y 10%, respectivamente. Hoy la SEC cuenta con 3.600 empleados para supervisar más de 30.000 entidades (corredores de bolsa, emisores, fondos mutuos y firmas de asesoría de inversión) (Schapiro, 2009).

105. Se espera que en el transcurso de 2009 la SEC aumente el número de funcionarios y recursos en las áreas de supervisión, disciplina y análisis de riesgo. Esto ayudará a fortalecer la labor de investigación de denuncias y resolución de quejas relacionadas con fraudes y esquemas Ponzi. Sin embargo, para muchos, la SEC debe hacer un esfuerzo mayor para mejorar los estándares de remuneración, con el fin de atraer personal calificado y disminuir los índices de deserción.

j. Propuestas y recomendaciones después de la crisis

106. En respuesta a las fallas evidenciadas por la crisis alrededor del mundo se han propuesto reformas regulatorias. La primera propuesta de reformas fue presentada por la Comisión Europea bajo la dirección de Jacques de Larosière el 25 de febrero de 2009 y en la cual se plantean las necesidades de reparación regulatoria del sistema financiero a nivel global, europeo y nacional. Los organismos multilaterales también han publicado para discusión del público varios documentos relacionados con la crisis, por ejemplo el FMI publicó el 6 de febrero un documento ejecutivo sobre las lecciones iniciales de la crisis. El 2 de abril de 2009 se llevó a cabo la reunión del G20 para discutir los desafíos de la crisis financiera y el resultado es un compromiso por fortalecer la regulación y supervisión financiera. La FSA, el 18 de marzo, publicó su análisis los origines de la crisis, las deficiencias regulatorias que contribuyeron y las recomendaciones. Más recientemente el 18 de junio de 2009 el Departamento del Tesoro de EEUU publicó la propuesta para reformar la estructura regulatoria americana. El análisis de recomendaciones incorpora cada uno de estos documentos y otros que han surgido de parte de la academia.

107. En el presente capítulo se revisan algunos aspectos de las reformas propuestas; sin embargo, no corresponde a un análisis exhaustivo acerca de la conveniencia de adoptar o no diferentes alternativas de política. El foco se centra en las proposiciones relacionadas con la estructura financiera y regulatoria que permiten mejorar la medición y manejo de riesgos en el sistema financiero y la protección de los consumidores financieros y la transparencia. Este análisis se divide en cinco categorías: (i) supervisión consolidada; (ii) supervisión

[22] (Wayne, 2009), (Stecklow, 2009) y (Chew, 2009).
[23] La SEC preparó un programa de capacitación con cursos dirigidos a investigadores y supervisores para detectar esquemas Ponzi y otros fraudes relacionados (Reuters, 2009).

macroprudencial; (iii) medición de riesgos y supervisión microprudencial; (iv) protección de los consumidores financieros e inversionistas de abusos y fraudes; y (v) otros cambios regulatorios significativos. En el anexo del presente documento se recogen las principales recomendaciones y se comparan con el estado de la regulación en Colombia.

i. Supervisión Consolidada

108. En el caso de los EEUU se evidenciaron vacíos regulatorios y duplicidades que conllevaron a no tomar acciones y posteriormente no poder determinar responsabilidades. La supervisión de instituciones financieras más importantes, en términos de tamaño y riesgo para la economía, eran supervisadas por varias agencias federales. La fragmentación de responsabilidades permitió a los administradores de estas instituciones someterse a las reglas y supervisión de las agencias de su escogencia produciendo una carrera regulatoria por menores estándares.

109. En Europa Continental y el Reino Unido, igualmente, se evidenció la existencia de un sistema bancario paralelo que no era objeto de regulación y supervisión. Si bien la Directiva Europea de Requerimientos de Capital obliga que las bancas de inversión sean objeto de regulación y supervisión, se crearon patrimonios autónomos y vehículos fuera de balance de importancia sistémica. La presencia de vehículos que utilizan formas jurídicas para escapar la supervisión pero su función económica y riesgo para el correcto funcionamiento del sistema financiero y la economía corresponden a la de entidades vigiladas, dificultaron el ejercicio de consolidación por parte de las autoridades.

110. En términos de las recomendaciones existe consenso que la regulación prudencial de instituciones financieras debe realizarse por un regulador integrado que cubra establecimientos de crédito, bancas de inversión, administradores de activos y aseguradoras. Esto reduce los riesgos de arbitrajes regulatorios e inconsistencias. Adicionalmente, permite identificar y reducir la presencia de actividades financieras que se estructuran en formas jurídicas que escapan la supervisión, en especial si se le otorgan poderes a quien realice la supervisión integrada para obtener información e incluso someter a la regulación prudencial estos vehículos.

111. La aplicación de las anteriores recomendaciones difiere para cada jurisdicción. Dada la fragmentación regulatoria del sistema de EEUU hay consideraciones políticas y prácticas en la implementación de un supervisor integrado. La propuesta presentada por el Departamento del Tesoro plantea que la supervisión consolidada debe estar en cabeza del Consejo de Supervisión para los Servicios Financieros. Este consejo lo integran cada uno de los presidentes de las agencias federales de supervisión, el presidente de la FED, el secretario del Tesoro, y el director de la FDIC, entre otros. Mediante este comité se facilita la colaboración entre entidades, se recopila información de todo el mercado, se identifican falencias en la regulación y se proponen reformas.

112. Un cambio propuesto de gran envergadura es que se le otorgan poderes, tanto al Consejo como a la FED, para someter a su regulación prudencial y supervisión a cualquier firma que, con independencia de su forma jurídica de constitución, dado su tamaño, apalancamiento e interconexión con el sistema financiero pueda presentar un riesgo para la estabilidad del sistema. Utilizando estos criterios, la FED podrá identificar aquellas firmas que deben ser objeto de su supervisión consolidada y para tal efecto está facultada para solicitar información y examinar a cualquier entidad financiera en ese país. Firmas bajo la supervisión de la FED serán objeto de requerimientos de capital y liquidez más estrictos como mecanismo para que se internalicen los costos que representa su quiebra.

113. Otra propuesta de la mayor relevancia es la facultad que tendrá la FED para examinar toda la información que requiera sobre las matrices y subordinadas de cualquier entidad sujeta a su supervisión. En EEUU se reconoció, producto de la crisis, que existe una necesidad de

tener una visión individual de las firmas que involucre la interrelación con su grupo financiero.

114. En el caso Europeo, donde ya se realiza alguna forma de supervisión integrada, las recomendaciones tienen importantes implicaciones respecto el cerco regulatorio. Se plantea otorgar poderes para someter a la vigilancia del Estado a cualquiera que por represente un riesgo para estabilidad del sistema. Lo anterior implica, por ejemplo, que los fondos de cobertura deban ser objeto de regulación prudencial y de supervisión así no hayan sido una causa central en el desarrollo de la crisis.

ii. Supervisión Macroprudencial

115. La crisis dejo en evidencia que existe un vínculo entre las políticas macroeconómicas, especialmente las monetarias, y la política regulatoria del sistema financiero. La amplia liquidez conllevó a un apalancamiento y toma excesiva de riesgos en instrumentos financieros innovadores que exacerbaron la prociclidad de la valoración a precios de mercado y de los requerimientos prudenciales de capital. La política monetaria laxa implicó un abaratamiento del crédito que finalmente se tradujo en una burbuja en los precios de activos tales como los inmobiliarios (Calomiris, 2009).

116. Si bien no hay consenso en la manera como las autoridades monetarias deben utilizar las herramientas a su disposición para prevenir la creación de burbujas en los precios de los activos, sus análisis respecto riesgos sistémicos deben prevenir crecimientos excesivos e insostenibles en la colocación de créditos y apalancamiento del sistema. Estas medidas deben venir acompañadas y coordinadas con otras de carácter prudencial tales como las provisiones contracíclicas.

117. Los requerimientos de capital constantes a través del ciclo económico son procíclicos por definición. Incumplimientos en la desaceleración del ciclo producen pérdidas que reducen el capital lo que reduce la actividad crediticia, lo cual implica una mayor desaceleración. Si los requerimientos de capital son menos estrictos durante la parte baja del ciclo, debe existir un mayor requerimiento durante la parte ascendente. Las provisiones dinámicas implementadas en España y Colombia, son reconocidas como alternativas necesarias en un marco prudencial contracíclico.

118. La regulación prudencial que busca salvaguardar firmas individualmente consideradas se complementa entonces con otras formas de supervisión diseñadas para salvaguardar el sistema como un todo. Esto implica mayor y mejor calidad del capital y exigencias de capital contracíclicas. Lo anterior permite fortalecer la posición del sistema financiero ante choques en la economía real y reducir el impacto que tienen los ciclos del sistema financiero en la situación macroeconómica de cada país.

iii. Medición de Riesgos y Supervisión Microprudencial

119. La subvaloración de riesgos, la toma excesiva de estos mediante el apalancamiento y la falta de capital de alta calidad de las firmas consideradas individualmente son una de las principales causas de la crisis. Los modelos de riesgo empleados por las firmas probaron ser insuficientes y la acción de las autoridades para prevenir el contagio producto de las fallas en cada institución fue tardía. Salvaguardar la estabilidad de las instituciones implica que la medición y valoración de riesgos debe ser adecuada y que los supervisores tengan el criterio para intervenir oportunamente bajo adecuados estándares de independencia.

120. La innovación financiera, especialmente el modelo de originar para distribuir, fue auspiciada por una demanda por mayores retornos y una amplia liquidez. Se creyó que bajo este modelo era posible reducir los riesgos bancarios mediante su transferencia a inversionistas dispuestos a soportarlos y abaratar la intermediación. Cuando la crisis estalló se hizo

evidente que el riesgo crediticio no había sido transferido a inversionistas sino que había migrado del libro bancario al libro de tesorería cuyo requerimiento de capital durante el periodo de amplia liquidez, baja volatilidad y valorización de activos era bajo (modelos VaR). La complejidad de los productos desarrollados era evidente, pero se creía que era adecuadamente acompañada por modelos matemáticos internos de medición de riesgos y por adecuadas metodologías de calificación por parte de las calificadoras de riesgo.

121. Los modelos desarrollados internamente para medir riesgos no eran comprendidos por la alta dirección y terminaron sustituyendo su criterio cualitativo. Dado que estos modelos se basan en información histórica de corto plazo (un año) para hacer inferencias acerca del futuro, sus pronósticos probaron ser demasiado optimistas. Al no entender completamente el funcionamiento de los modelos, no considerar los aspectos de un sistema financiera global interrelacionado y los cambios producidos en la intermediación tradicional por la originación para distribuir, así como las percepciones optimistas generalizadas producto del entorno macroeconómico, los escenarios de estrés y calificaciones de riesgo también fueron optimistas.

122. La primera recomendación generalizada es que se deben mejorar los estándares de medición de riesgos disminuyendo la dependencia en modelos VaR y en las calificadoras de riesgo. De hecho, la propuesta de reforma en los EEUU propone eliminar hasta donde sea posible de la regulación prudencial la utilización de calificaciones de riesgo. Además, se sugiere incrementar los estándares de control interno y se enfatiza en la necesidad de que la alta dirección entienda y limite los riesgos a los que se exponen las entidades.

123. Acompañando las iniciativas para mejorar la medición y limitación de riesgos de cada firma se encuentra el rol que deben jugar las autoridades de supervisión. De haberse identificado oportunamente por parte de las autoridades los riesgos a los que se exponían las firmas, seguramente los efectos de la crisis no hubieran sido tan severos. Para que los supervisores diligentes en la detección oportuna de riesgos puedan efectivamente defender sus estimaciones de riesgo y exigir mayores estándares de control interno e incluso de capital deben estar equipados con las herramientas necesarias para hacerlo. Principalmente deben ser independientes a presiones políticas e influencia de la industria, con mandatos claros y los suficientes recursos. Haciendo contrapeso a su independencia deben responder ante autoridades políticas por sus acciones.

iv. Protección de los consumidores financieros e inversionistas de abusos y fraudes

124. La crisis dejó en evidencia fallas en las agencias gubernamentales para prevenir la ocurrencia de abusos y fraudes contra los consumidores financieros e inversionistas. Los esquemas Ponzi proliferaron, se vendieron productos complejos e inapropiados a muchos inversionistas, se otorgaron créditos a deudores que no podían pagarlos y durante la crisis siguen apareciendo mecanismos de innovación fraudulenta que se aprovechan del afán de los inversionistas por recuperar sus pérdidas.

125. EEUU propone la creación de una agencia especial para proteger al consumidor de servicios financieros. Con esto se pretende eliminar el conflicto existente para los supervisores entre el mandato de asegurar la estabilidad de las entidades financieras y el de proteger a los consumidores. Se refuerza el hecho de que la confianza pública en el sistema es crucial para su adecuado funcionamiento. Adicionalmente, se le otorgan mayores poderes a la SEC que mejoran las herramientas con que cuenta para combatir los esquemas fraudulentos.

126. En todo caso, no es claro que la creación de agencias dedicadas a la protección de los consumidores financieros sea una recomendación generalizada y aplicable en todas las jurisdicciones. En el caso de los EEUU, dado el nivel de desarrollo del mercado, se optó por una combinación donde los temas relacionados con la protección de consumidores de

establecimientos bancarios lo realizará una agencia independiente y la relacionada con inversionistas la continuaría realizando la SEC.

v. Otros cambios regulatorios

127. Hay otros tres aspectos de la regulación sobre las cuales se plantean recomendaciones que deben ser analizados: (i) las calificadoras de riesgo; (ii) gobierno corporativo y prácticas de remuneración; y (iii) los derivados tranzados en el mercado mostrador.

128. Las recomendaciones respecto las debilidades evidenciadas en los procesos de calificación han tenido tres orientaciones: i. Unas dirigidas a los usuarios de las calificaciones, principalmente los inversionistas institucionales, indicando que las calificaciones son apenas un soporte en las decisiones de inversión pero no reemplazan la necesidad de tener adecuados procedimientos internos para evaluar la calidad de los activos que componen el portafolio. ii. Elevar los estándares de stress testing e incrementar la transparencia sobre las metodologías, permitiendo que modelos numéricos estén a disposición de los inversionistas para que puedan hacer sus propios escenarios de estrés, y que exista mayor información acerca de los supuestos sobre los cuales se soporta la calificación y el alcance de la misma. iii. Sobre la estructura de gobierno corporativo de las calificadoras y específicamente al manejo de conflictos de interés[24].

129. Respecto el gobierno corporativo, el G-20 recomendó fortalecer las juntas directivas con una mayor participación de miembros independientes que cuenten con experiencia en la industria financiera y en administración de riesgos. Se deben implementar esquemas en los cuales la junta directiva supervise la relación entre las políticas de riesgos y las políticas de remuneración, de forma tal que se propenda por un equilibrio entre los riesgos que asumirá la entidad, la política prudencial, los objetivos de largo plazo y los retornos entregados a los accionistas. Finalmente, se plantea que las juntas directivas establezcan los parámetros que se deben tener en cuenta para determinar el perfil de riesgo de la entidad y adelanten un adecuado seguimiento a su cumplimiento.

130. Uno de los aspectos que mayor atención ha recibido es la manera como se negocian y liquidan los derivados OTC, principalmente los credit default swaps. Se han identificado riesgos sistémicos en este mercado, donde por su carácter OTC y su tamaño, el incumplimiento de un participante puede generar una cadena de incumplimientos generalizada. Existe consenso en que un sistema de neteo multilateral mediante una cámara de riesgo central de contraparte puede disminuir este riesgo. Actualmente, tanto en Europa como en EEUU, se está trabajando para que los proveedores de infraestructura implementen este sistema.

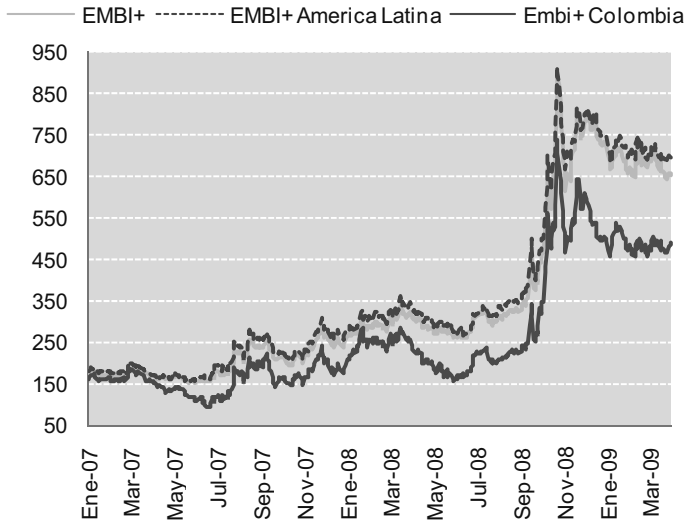
[24] Rol de las calificadoras en el mercado de productos estructurados (International Organization of Securities Commissions, 2009) y (THE COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, Mayo 2008).

3. Impacto de la Crisis Financiera en Colombia

a. Canal de Transmisión Directo

131. La crisis financiera internacional ha venido afectando a la mayoría de las economías desarrolladas y a un amplio grupo de países emergentes. América Latina, por su parte, registró una posición relativamente favorable durante 2008. Sin embargo, la fuerte caída en los precios de exportación de materias primas, el deterioro en la demanda externa, la disminución en el volumen de remesas y en general el mayor contagio financiero han elevado recientemente el nivel de vulnerabilidad en la región (World Bank, Marzo de 2009) y (BBVA, Mazo de 2009). Dichos eventos han generado estrés en los inversionistas, incrementando el riesgo percibido sobre la deuda soberana a partir del segundo semestre de 2008 (gráfico 8).

Gráfico 8
Embi +, Embi + Colombia y Embi + Latinoamérica



Fuente: Bloomberg.

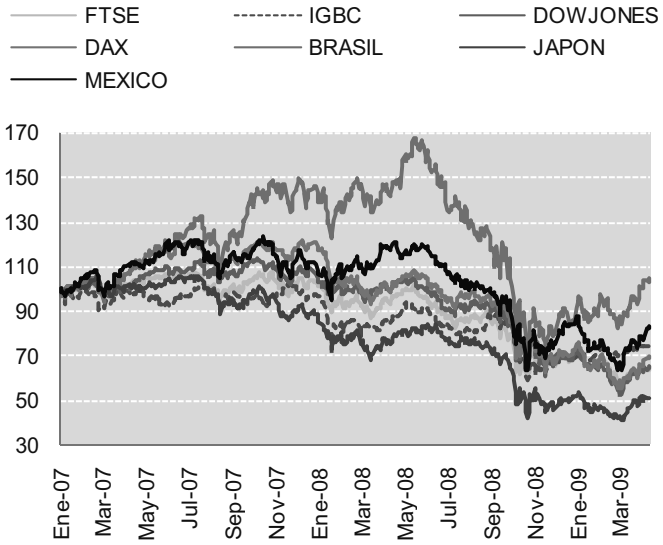
132. Las tendencias anteriormente señaladas han tenido un impacto en el desempeño del sistema financiero y el mercado de activos financieros local. En el presente capítulo se analizan los canales de transmisión financieros de la crisis a dicho sector de la economía colombiana[25].

i. Mercado de activos financieros

133. Un primer canal de transmisión de la crisis se refleja en los índices accionarios de las principales bolsas del mundo. Como se observa en el gráfico 9, tras acelerarse la crisis a partir de septiembre de 2008, las bolsas del mundo experimentaron disminuciones generalizadas, encabezadas por Japón con el 42%, Brasil con el 41%, Alemania con el 40%, EEUU con el 34%, seguidos por Colombia con el 29% y México con el 24%.

[25] Los canales de transmisión real de la crisis sin duda tienen un efecto sobre el desempeño del sistema financiero, sin embargo deben ser objeto de un análisis separado.

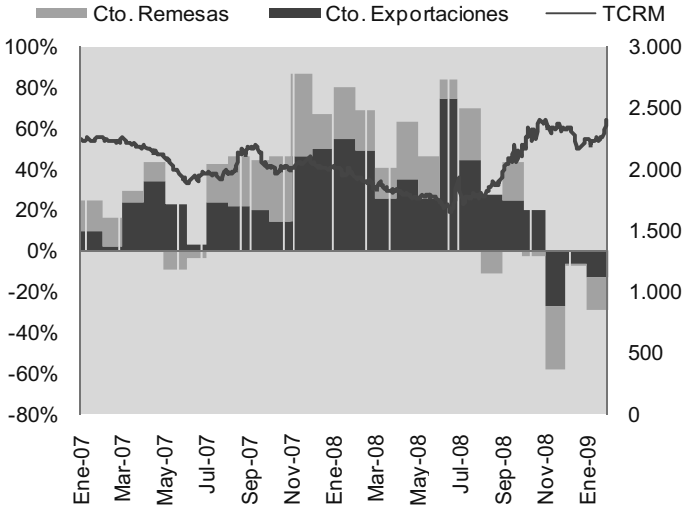
Gráfico 9
Evolución de los índices accionarios mundiales*



*4 de enero de 2007 base 100.
Fuente: Bloomberg, cálculos AMV.

134. El canal cambiario también refleja la transmisión de la crisis. Hasta mediados de 2008, el peso venía con una fuerte apreciación frente al dólar. A partir del segundo semestre de 2008 se observa una marcada depreciación producto de la incertidumbre generada a partir de la crisis financiera, el impacto de un menor dinamismo en las exportaciones y la reducción en el monto de las remesas (gráfico 10).

Gráfico 10
Evolución de la tasa de cambio



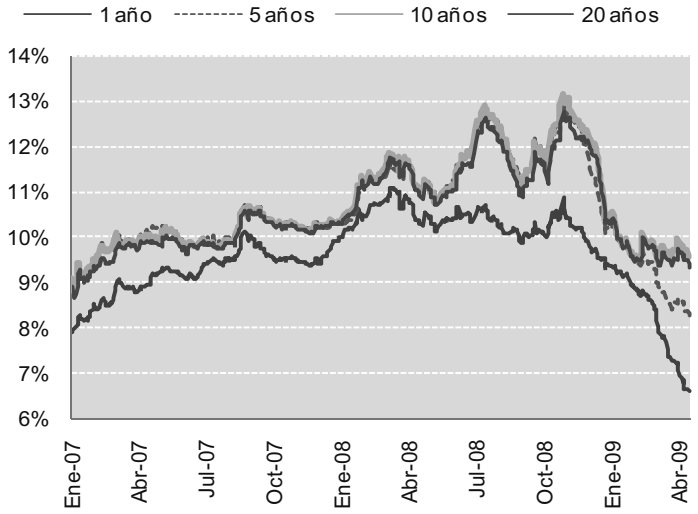
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

135. El mercado de deuda pública interno estuvo influenciado por las expectativas de inflación durante el 2007 y buena parte del 2008. Por segundo año consecutivo la inflación se situó por encima de la meta prevista por el Banco de la República, y correspondió al cierre de 2008 a 7,67%. Dichas presiones inflacionarias comenzaron a ceder hacia finales de de ese año y especialmente en lo corrido de 2009, producto de caídas en los precios de la energía y

materias primas, lo cual disminuye la inflación interna (Banco de la Republica, 2009). Consecuentemente, entre noviembre de 2008 y junio de 2009 el Banco de la República disminuyó en 550 pbs su tasa de intervención. Dicha política monetaria contra cíclica se ha transmitido a las tasas de los TES, principalmente a corto y mediano plazo.

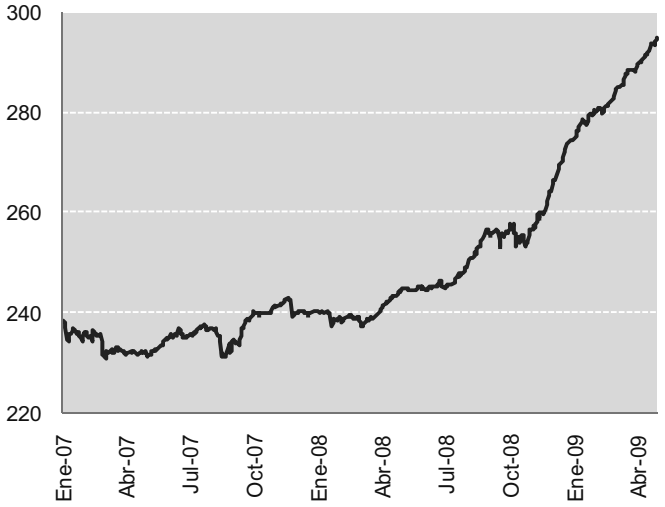
136. No obstante, como se observa en el gráfico 11, hubo un evento de estrés importante entre septiembre y noviembre de 2008 originado en la incertidumbre de la crisis internacional, que impactó las referencias de mediano y largo plazo. El aumento del EMBI + Colombia (gráfico 8) de 94 pbs entre el 11 y el 17 de septiembre de 2008 se tradujo en un aumento superior a los 60 pbs en la tasa de referencia de 20 años de los TES entre el 15 y el 19 de septiembre. Igualmente, con el aumento superior a los 480 pbs del EMBI + Colombia entre el 22 de septiembre y el 22 de octubre de 2008, la tasa de referencia de los TES a 20 años se incrementó en más de 100 pbs.

Gráfico 11
Curva Cero Cupón TES pesos



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 12
Índice de Deuda Pública Corficolombiana



Fuente: Corficolombiana.

137. Desde noviembre de 2008 el mercado de deuda pública ha presentado un comportamiento favorable. De hecho, la valorización entre el 24 de octubre de 2008 al 26 de junio de 2009 para los TES 2020 es cercana al 30%. Dicha valorización ha sido generalizada para los títulos de deuda pública como se observa en el Índice de Deuda Pública calculado por Corficolombiana (gráfico 12).

ii. Situación del sistema financiero colombiano

138. Los indicadores de cubrimiento, rentabilidad y solvencia del sistema financiero colombiano se mantienen positivos y estables. Esta situación ha permitido mitigar los efectos de la crisis y conservar la solidez del sector.

139. Desde mediados de 2007 se ha venido registrando una marcada desaceleración crediticia y un mayor deterioro de cartera. En el caso de la modalidad de consumo, que ha sido la más afectada, el crecimiento anual según cifras de la SFC pasó de 32,5% en 2007 a tan sólo 11,6% en 2008, mientras que el indicador de calidad aumentó 1,6 puntos porcentuales. A pesar de esta tendencia, el indicador de cubrimiento de cartera vencida para todas las colocaciones se mantiene por encima del 100%.

140. Las mayores volatilidades producto de la crisis financiera internacional han tenido un efecto moderado sobre el portafolio de inversiones y en general los balances de las entidades del sector. Esto obedece a la baja participación que tienen los activos del exterior en el portafolio de inversiones. De acuerdo con la información de la SFC a marzo de 2009, el saldo de inversiones extranjeras del sistema ascendió a $15,7 billones lo que significa que su peso en el portafolio equivale escasamente al 0,9%.

141. Con el fin de monitorear la exposición del mercado de valores a la crisis, AMV diseñó el Índice de Vulnerabilidad al Riesgo de Contagio (IVRC) tomando en cuenta los vínculos patrimoniales de los intermediarios con entidades del exterior y su portafolio foráneo (Eichengreen, Rose, & Wyplosz, 1997) y (Forbes & Rigobon, 2001)[26]. De acuerdo con esta medición, desde octubre de 2008 el mercado de valores de Colombia ha mantenido un nivel de riesgo medio alto frente a los choques internacionales y en los últimos meses la vulnerabilidad ha aumentado levemente, especialmente en las entidades que mantienen mayores vínculos patrimoniales con el exterior.

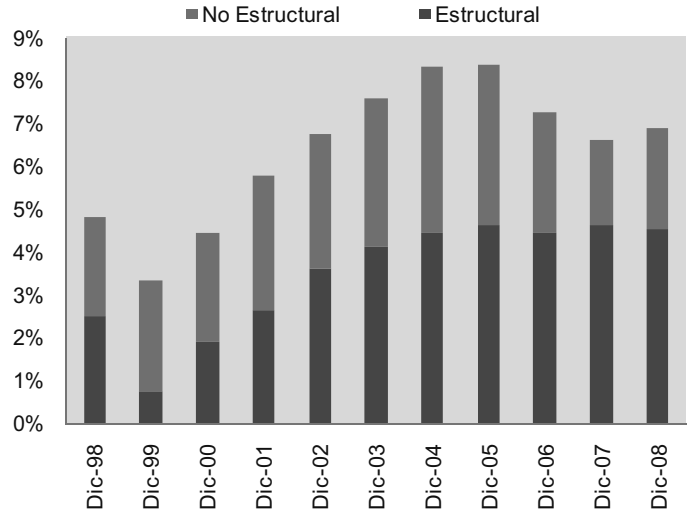
142. A pesar de lo anterior, los intermediarios han disminuido su saldo de inversiones en el exterior, mitigando de esta forma las pérdidas por valoración a precios de mercado. De hecho, las utilidades por concepto de valoración de las inversiones del exterior, desde el momento de adquisición hasta marzo de 2009 equivalen a $1,2 billones, lo que pone en evidencia la calidad de dichas inversiones.

143. En el agregado, las cifras muestran una consolidación de las utilidades producto del buen desempeño de las entidades. Al cierre de 2008 las ganancias del sistema financiero fueron de $10,8 billones, con los establecimientos de crédito generando $4,8 billones y los fondos administrados (Fondos de Pensiones, Cesantías, Carteras Colectivas y Activos Fideicomitidos, entre otros) $4,2 billones. Respecto estos últimos, cabe resaltar que sólo en diciembre de 2008, los fondos administrados obtuvieron ganancias por $1,6 billones producto de la valorización de los títulos de deuda pública principalmente.

[26] AMV calcula un calificación por riesgo para cada intermediario del mercado de valores teniendo en cuenta el valor del portafolio en títulos foráneos, la participación de la exposición foránea dentro del valor total del portafolio, el estado de resultados por la exposición en títulos foráneos, el cociente entre pérdidas acumuladas y exposición foránea, la vida media del portafolio foráneo y la volatilidad teórica anualizada. Para el caso de las SCBs se tiene en cuenta adicionalmente el cociente entre el contrato de corresponsalía y los ingresos operacionales. Para el ejercicio se tomó una muestra de 121 intermediarios de valores.

144. La consolidación de utilidades se refleja en altos y estables índices de rentabilidad. En 2008 el ROA del sistema financiero fue de 2,3%, superior en 0,1 puntos porcentuales a 2007. Similar tendencia se observa en el sector bancario, en donde la recuperación de la actividad de intermediación tradicional desde 2005 ha llevado a una mayor estabilidad en la generación de ingresos, distinto a lo ocurrido en los años siguientes a la crisis de finales de los noventa cuando la principal fuente de la rentabilidad bancaria provenía de las operaciones de tesorería con un componente de volatilidad importante (gráfico 13).

Gráfico 13
Descomposición del margen bruto como porcentaje del activo



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, Asobancaria.

145. Como resultado de lo anterior, hoy los indicadores de rentabilidad del sistema bancario se ubican en el promedio de la región y los indicadores de solvencia se mantienen por encima del 9% exigido por la regulación al igual que el resto de establecimientos de crédito (gráfico 14 y gráfico 15).

Gráfico 14
ROA del sistema bancario en Latinoamérica (Dic-08)

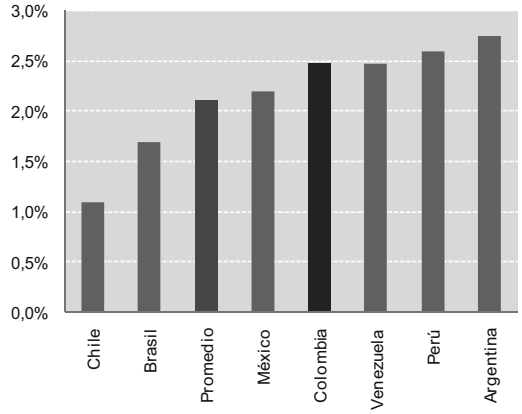
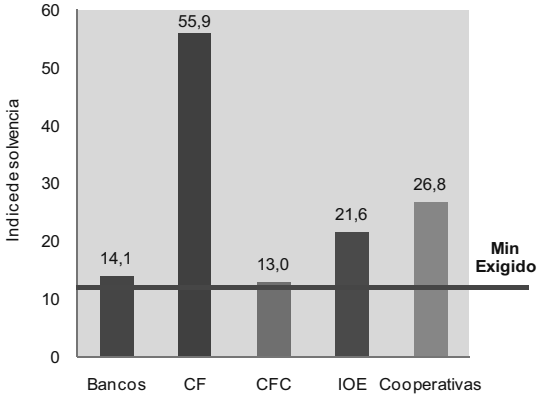


Gráfico 15
Solvencia por tipo de establecimiento de crédito (Dic-08)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y Asobancaria.

iii. Sistemas de administración de riesgos en Colombia

146. A partir de la crisis financiera de finales de los noventa, las instituciones financieras y los reguladores comenzaron un proceso de desarrollo e implementación de sistemas integrales de administración de riesgos con requerimientos de capital acordes con la exposición al riesgo de las entidades, regímenes adecuados de constitución de provisiones anticíclicas y la implementación de metodologías de administración de riesgo que cumplieran con estándares internacionales propuestos por entidades como el Comité de Basilea y IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*).

147. Lo anterior llevó a que en menos de una década se transformara por completo la administración y gestión de riesgos al interior del sistema financiero colombiano. Se debe destacar que se crearon y se han venido consolidando los sistemas de administración de riesgos de mercado (SARM); de riesgo crediticio (SARC); de riesgo operacional (SARO); de riesgos de liquidez (SARL); y de riesgo para la prevención del lavado de activos y financiación del terrorismo (SARLAFT).

148. El SARM expedido por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) recoge las recomendaciones realizadas por el Comité de Basilea en el año 2006. Del sistema antes mencionado se destaca la implementación del libro de tesorería como insumo para el cálculo del riesgo de mercado, la tecnificación de las metodologías utilizadas para el cálculo de la exposición de las entidades[27], la generación de lineamientos básicos requeridos para la constitución de los modelos de medición internos, y la conformación de políticas verticales que comprometan directamente a la alta gerencia.

149. En cuanto al riesgo de crédito, desde 2002, la industria y el supervisor han trabajado conjuntamente en la generación de un sistema de administración de riesgo el cual se basó en la constitución de modelos internos de medición de este riesgo o lo que Basilea denominó como metodologías basadas en calificaciones internas (IRB por sus siglas en inglés). Igualmente, existen modelos de referencia de cartera comercial y la cartera de consumo.

150. Dado el efecto de prociclicidad de los requerimientos de capital regulatorio, una de las recomendaciones de mayor importancia a partir de la crisis es reducir dicho efecto. La introducción de normas que permiten que el capital regulatorio se incremente en la parte de crecimiento del ciclo económico, cuando las pérdidas por riesgo de crédito son menores a la tendencia histórica, crean un colchón que se puede utilizar cuando las pérdidas se incrementen en la parte baja del ciclo. Esto reduce las probabilidades de quiebra de los bancos y limita el crecimiento del libro bancario durante el periodo de crecimiento de la economía, reduciendo el apalancamiento que se puede generar para la creación de burbujas, todo lo cual implica menores riesgos sistémicos.

151. Es importante resaltar el esfuerzo que realizó la industria y la entidad supervisora en la creación y constitución de provisiones anticíclicas incluidas en el Capítulo II de la Circular Básica Contable y Financiera de la SFC. Dicho régimen de capital es una de las recomendaciones más recurrentes respecto lecciones de la crisis, ya que generan un respaldo en períodos de expansión crediticia que compensen posteriormente potenciales incumplimientos, y reducen el impacto que tiene el sistema bancario en la profundización de los ciclos económicos de la economía real[28].

---

[27] Frente a lo que proponía el modelo inicialmente en el 2007 la SFC modificó las metodologías de cuantificación pasando de matrices de varianza covarianza (modelo risk metrics) al sistema de medición por factores individuales sugerido directamente por Basilea (Asobancaria, Noviembre de 2007).

[28] La provisión anticíclica reduce el crecimiento del crédito en la etapa de crecimiento y en la parte de desaceleración reduce la necesidad de tener que reducir los préstamos para mantener constante la solvencia cuando el capital se disminuye producto de las pérdidas.

152. El tercer elemento a resaltar en la estructuración de un sistema integral de gestión de riesgos en Colombia fue la creación, entre 2007 y 2008, del sistema de administración del riesgo operacional el cual le permite a las entidades identificar, medir, controlar y monitorear eficazmente este riesgo de acuerdo con su estructura, tamaño, objeto social y actividades de apoyo[29]. Para ello, la SFC exige a las entidades vigiladas contar con áreas independientes diseñadas exclusivamente para la administración del riesgo operacional, fundamentadas en un esquema que responsabiliza a la organización en su conjunto, así como a entes externos, como las revisorías fiscales, por la supervisión de este riesgo.

153. Un cuarto elemento a considerar es la implementación en 2008 del Sistema de Administración de Riesgo de liquidez (SARL). Este sistema establece las responsabilidades que deberán asumir los gestores de riesgo, la junta directiva y los órganos de control en la generación de una cultura y estructura organizacional para gestionar el riesgo de liquidez de la entidad y para contar con un modelo de cuantificación, entendiendo éste como el potencial riesgo de que la entidad no cumpla de manera oportuna con sus obligaciones de pago.

154. En términos de la prevención y control de lavado de activos y prevención del terrorismo, Colombia ha sido pionera en la implementación de un sistema para prevenir que las entidades financieras sean utilizadas como vehículos que legalicen recursos provenientes de actividades delictivas o canalicen sus recursos hacia la financiación del terrorismo. Para estos efectos se creó un sistema de administración de riesgos basado en los estándares internacionales del Comité de Basilea. Igualmente, siguiendo el esquema de Basilea este sistema no exige directamente capital ya que se le da un tratamiento similar al de los componentes de riesgo legal y reputacional.

155. La última década, entonces, se constituyó para Colombia en un periodo de significativos avances en materia de administración de riesgos financieros, en los cuales no sólo fueron adoptados los más altos estándares en la materia, sino que fueron implementadas innovaciones normativas y financieras (como las provisiones contracíclicas, las metodologías de cuantificación que incluyen escenarios de estrés naturales que se ajustan al perfil de riesgo de las entidades financieras, y los sistemas de administración de riesgos adaptables a realidad política y económica del país). En la actual crisis financiera internacional este avance en la administración de riesgos se convirtió en un muro de contención en contra del efecto contagio derivado de los fenómenos observados en los mercados internacionales.

iv. Innovación financiera y valoración

156. Los instrumentos financieros innovadores jugaron un papel importante en la profundización y aceleración de la actual crisis financiera. No obstante, estos instrumentos facilitaron el acceso al crédito, no sólo evidenciándose aumentos en el volumen de créditos otorgados sino también en la disminución de sus costos. Todo lo anterior generó un excesivo optimismo y la subvaloración de los riesgos a lo que se sumó la relajación de los criterios utilizados para el otorgamiento de crédito.

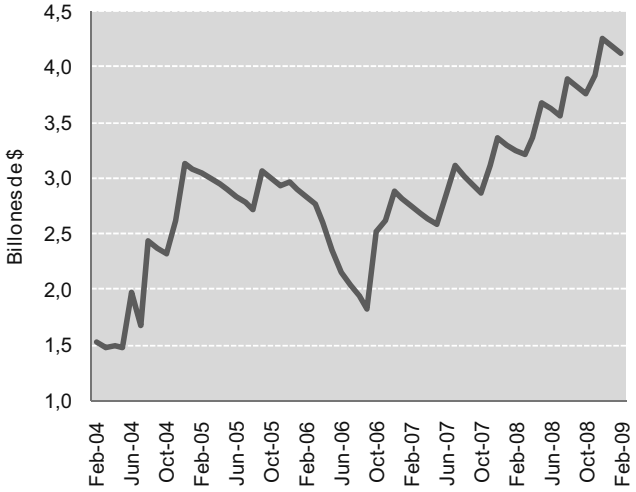
157. Una de las consecuencias de la innovación financiera ha sido la transformación y dispersión de riesgos, haciendo posible la liberación de capital regulatorio, asignado el riesgo en quien está en mejor capacidad para asumirlo. Un ejemplo de ello ha sido la cartera hipotecaria cuyos riesgos son transformados y dispersos a través de titularizaciones.

158. Es importante aclarar que los esquemas y regulación relacionados con la originación y titularización de cartera hipotecaria en Colombia difieren de la estadounidense, lo cual se refleja en el hecho que la dinámica de expansión de cartera titularizada se ha mantenido a pesar de la crisis internacional. Mientras que en 2002 la cartera titularizada era del orden de

[29] Capítulo XXIII de la Circular Básica Contable y Financiera de la SFC.

$415.000 millones de pesos, para febrero de 2009 el saldo de cartera titularizada ascendió a $4,1 billones de pesos.

Gráfico 16
Saldo de cartera titularizada



Fuente: Titularizadora Colombiana.

159. En Colombia la originación de cartera hipotecaria tiene estrictos requisitos regulatorios. El Decreto 145 de 2000 establece que se puede financiar hasta el 70% del valor del inmueble[30], tomando como referencia el precio de compra o el de un avalúo independiente. Igualmente, la primera cuota del crédito no puede ser superior al 30% de los ingresos familiares. Además, todas las entidades deben establecer políticas en materia de otorgación de crédito, determinando quiénes son sujetos de crédito.

160. Esto difiere fundamentalmente del esquema de originación de los EEUU., donde la relación deuda garantía era superior al 85%, la relación cuota ingreso era superior al 55% y donde la originación la hacían *mortgage brokers* (con incentivos desalineados) que no eran ni los dueños ni los administradores de la cartera (Asobancaria, 2008).

161. El proceso de titularización en Colombia, además de apoyarse en una originación estricta, involucra altos estándares de administración de cartera que deben observarse en los activos subyacentes que acepta la Titularizadora Colombiana como emisora de estos títulos. Una porción de las series se mantiene en los balances de los bancos originadores y por la Titularizadora. Esto difiere de lo sucedido en Estados Unidos donde la totalidad de las series fueron distribuidas al mercado, lo que implica que la exposición no se reflejaba y por lo tanto no era posible proyectar la pérdida por cuenta de estos productos, incluso después de que se desplomaron los precios inmobiliarios.

162. En Colombia, adicionalmente, no existen instrumentos retitularizados cuya complejidad y mecanismos externos de alteración crediticia (derivados de crédito) hagan excesivamente compleja la evaluación de riesgos e incrementen el apalancamiento.

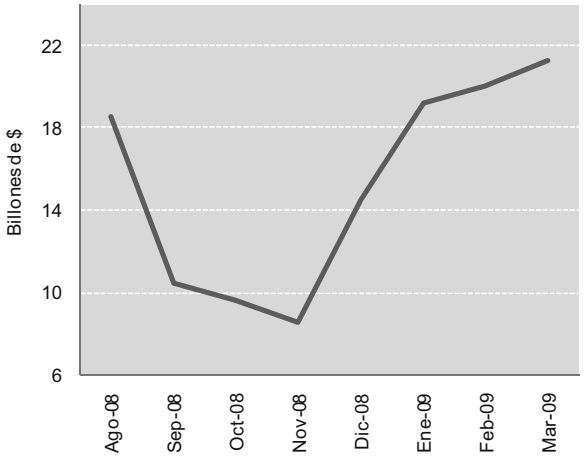
163. En conclusión, la transferencia de riesgos que se realiza por medio de la titularización se hace con cartera originada con estándares estrictos y respaldo de colateral suficiente. Adicionalmente, la estructuración de estos títulos incluye cobertura de los riesgos de mora y prepago, logrando con ello que los riesgos transferidos al mercado de valores tengan un subyacente de alto nivel.

[30] Para el caso de VIS puede ser hasta el 80%.

164. Otros productos de innovación financiera que se han resaltado a partir de la crisis están prohibidos por la regulación, como es el caso de los derivados de crédito, o no se ofrecen en Colombia, como es el caso de ABCP y los ARS.

165. En cuanto a la exposición de entidades financieras colombianas a activos del exterior, como se mencionó la sección ii del presente capítulo, ella es relativamente baja y ha venido disminuyendo. Adicionalmente, el hecho que se hayan valorizado dichas inversiones implica que son de alta seguridad.

Gráfico 17
Utilidades estimadas por valoración a precios de mercado del sistema financiero colombiano



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos AMV.

166. La ausencia de productos innovadores en los portafolios de las entidades implicó que la crisis financiera no causara pérdidas por valoración a precios de mercado (gráfico 17). En agosto de 2008 las utilidades ascendieron en promedio a 18,5 billones de pesos. Para noviembre del mismo año se reportaron utilidades del orden de los 8,6 billones de pesos, mientras que en marzo de 2009 la cifra de utilidades repunto a 21,3 billones de pesos.

167. La innovación financiera no es per se causa de la crisis, sino la falta de transparencia y acompañamiento de la regulación sobre los productos que se desarrollaron. Entre otras recomendaciones se ha resaltado la necesidad de incrementar la transparencia en la formación de precios de activos ilíquidos (deuda corporativa y productos estructurados) y la necesidad de que se compensen y liquiden los derivados de crédito en cámaras de contrapartida central.

168. En Colombia se vienen impulsando medidas para incrementar la transparencia del mercado de valores mediante la eliminación de arbitrajes regulatorios acerca del tipo de intermediarios y operaciones que se pueden realizar en el mercado OTC, y estableciendo reglas de transparencia homogéneas para dicho mercado.

169. Igualmente, desde 2003 se han desarrollado nuevas metodologías estandarizadas de valoración en relación con instrumentos de renta fija y acciones. En 2008 se establecieron normas en relación con las diferentes actuaciones de los intermediarios de valores en el mercado de derivados y se expidieron metodologías para la valoración de productos "*plain vanilla"*. No obstante, en materia de derivados exóticos no hay metodologías estandarizadas aunque si existen criterios para su valoración.

170. A diferencia de lo experimentado en jurisdicciones desarrolladas, las problemáticas de transparencia y consecuentemente valoración a causa de la poca liquidez de los mercados

es un fenómeno objeto de estudio en Colombia desde hace varios años. Resultado de lo anterior, los desarrollos en productos complejos de poca transparencia son mínimos o inexistentes así como la exposición a los desarrollados en el exterior.

v. Calificadoras de Riesgo en Colombia

171. Gran parte de la atención de la crisis internacional se ha centrado en las sociedades calificadoras de riesgo, por lo que resulta de la mayor relevancia revisar lo ocurrido en los mercados extranjeros respecto de las calificaciones y el estado de dicha actividad y de su regulación en Colombia.

172. Una primera conclusión en la que todas las autoridades de los países industrializados coinciden es que las calificadoras no pueden ni deben reemplazar la debida diligencia de los inversionistas institucionales. En Colombia, como resultado de la estructura misma de la distribución de calificaciones, las calificaciones no remplazan la debida diligencia de los inversionistas institucionales.

173. En efecto, como se observa en el gráfico 18, el porcentaje de calificaciones AAA y AA+ corresponden al 66% de las calificaciones vigentes a abril de 2009, producto del régimen de inversiones de los Fondos de Pensiones, Cesantías y Seguros donde se establece que las inversiones son admisibles a partir de BBB-. Esta regulación ha conllevado a que los administradores establezcan como piso efectivo las inversiones equivalentes a AAA (Echeverry, Navas, & Gomez, 2008).

174. La alta concentración en los *notches* superiores implica que el balanceo de los portafolios por riesgo de crédito se hace mediante los análisis internos que realizan los administradores de inversión, limitando la dependencia en las sociedades calificadoras para establecer la seguridad de los valores.

Gráfico 18
Calificaciones por tipo*

Calificación	Corporativo	Financiero	Titu. Cartera	Titu. Corporativa	Total	Porcentaje
AAA	43	53	50	12	**158**	**44%**
AA+	18	46	7	6	**77**	**22%**
AA	4	10	5	2	**21**	**6%**
AA-	2	11	7	2	**22**	**6%**
A+	1		11		**12**	**3%**
A		2	1	1	**4**	**1%**
A-		2	3		**5**	**1%**
BBB+			8	1	**9**	**3%**
BBB	1		12	1	**14**	**4%**
BBB-		3	7		**10**	**3%**
BB+		2			**2**	**1%**
BB			1		**1**	**0%**
BB-	1				**1**	**0%**
B	1				**1**	**0%**
CCC			15		**15**	**4%**
CC			5		**5**	**1%**
D				1	**1**	**0%**
	71	**129**	**132**	**26**	**358**	**100%**

*Incluye calificaciones de Emisor, Bonos Ordinarios y Subordinados, titularizaciones de cartera y otras titularizaciones diferentes a inmobiliarias.
Fuente: BRC y DCR Colombia, cálculos AMV.

175. Al comparar la proporción de titularizaciones de cartera con la más alta calificación, se encuentra que en EEUU el 79,2% del valor en dólares de las series de titularizaciones de

cartera tenía calificación AAA[31] (Benmelech & Duglosz, 2009). En Colombia la participación en pesos de las series AAA es cercana al 83%[32].

176. Hay que resaltar, no obstante, una importante diferencia con la estructura de titularizaciones estadounidense. Mientras que en los EEUU. las calificaciones AAA reflejaron probabilidades de default estresadas con la información de la crisis dot.com cuando los precios de la vivienda no desaceleraron su crecimiento, en Colombia la información de la crisis de vivienda de 1999 continúa siendo el evento de stress de las series para efectos de titularización. Esto, si bien no se refleja en una menor proporción de las calificaciones AAA, es claro que genera un respaldo importante a los valores emitidos, el cual es tenido en cuenta por las sociedades calificadoras y que podría explicar la alta proporción de las series calificadas AAA.

177. Desde una óptica regulatoria, Colombia ha avanzado en el establecimiento estándares internacionales relacionados con la independencia de las sociedades calificadoras, su comité técnico y sus metodologías. Mediante el Decreto 1076 de 2007, que modificó la Resolución 400 de 1995, se establecieron prohibiciones a la sociedad, administradores y miembros del comité técnico para asesorar en el mercado de valores e invertir en valores o carteras colectivas que se califican, y se estableció un deber de abstención cuando se carece de independencia. Igualmente, dicha normatividad exige que las metodologías de calificación sean públicas con un enfoque prospectivo, e incluyan elementos de juicio objetivos y cuantificables.

178. Por su parte, la Resolución 2167 de 2006 de la SFC, regula la conformación del comité técnico de calificación, siendo éste el encargado de establecer las metodologías y aprobar las calificaciones.

vi. Estado del arreglo institucional de regulación y supervisión del sistema financiero colombiano

179. Una de las principales causas de la actual crisis financiera se deriva de la incapacidad de los supervisores del mercado financiero, por ejemplo de los Estados Unidos, para identificar y evaluar los riesgos consolidados del mercado. Ello como consecuencia de la multiplicidad de supervisores, la duplicidad de sus funciones, la competencia entre los mismos, y la ausencia de mecanismos formales de cooperación y comunicación.

180. El mercado financiero colombiano por su parte tiene varios reguladores[33] pero la supervisión está consolidada en una sola entidad: la SFC. Esta circunstancia diferencia sustancialmente el esquema colombiano de la estructura de los Estados Unidos.

181. El marco de competencias de los entes reguladores del mercado financiero colombiano, dispuesto por la Carta Política, partió con la mayoría de sus aristas claras. No obstante lo anterior, la Constitución dejó unos espacios abiertos a la interpretación, que en los años

[31] Excluyen las series sin calificación.
[32] Se tomó como valor de cambio de la UVR el correspondiente a Abril 30. Informes públicos de calificación de BRC Investor Services y Duff and Phelps Colombia.
[33] Los reguladores del mercado financiero en Colombia son los siguientes:

- El Congreso de la República: el artículo 150 de la Constitución le reconoce al Congreso la facultad de expedir leyes de intervención económica.
- La Junta Directiva del Banco de la República: la Constitución de 1991 definió a la Junta Directiva como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, para efectos de velar por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda.
- El Gobierno: el artículo 335 de la Constitución de 1991 dispone que el Gobierno Nacional intervendrá en los términos que disponga la ley sobre las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos de captación. Así mismo, el artículo 150 num. 19 de la Carta, dispone que el Congreso dictará las normas generales y los criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno para regular las actividades antes descritas.

siguientes a su expedición generaron debate académico y que se han aclarado por la Corte Constitucional, en ocasiones generando debate[34]. Así, se puede concluir que, a diferencia de lo que ocurrió en Estados Unidos, en Colombia los entes reguladores tienen claramente delimitada su competencia regulatoria.

182. Atendiendo la multiplicidad de autoridades con competencia para intervenir en la economía desde el punto de vista regulatorio, el artículo 113 de la Carta señala que "Los diferentes órganos del Estado tienen funciones separadas pero colaboran armónicamente para la realización de sus fines". De esta manera, el mandato de actuar bajo el principio de unidad y coordinación es de origen constitucional[35] y por lo tanto los reguladores no pueden apartarse de él. Lo anterior se materializa en la práctica, por ejemplo, a través del Comité de Coordinación para el seguimiento al sistema financiero[36].

183. Respecto de las autoridades supervisoras, en Colombia la supervisión del sistema le ha sido confiada a una sola entidad, que es la SFC. Lo anterior, sin perjuicio de las actividades de supervisión que desarrollan los organismos autorreguladores, lo cual se explica más adelante.

184. Hasta 2006 el mercado financiero colombiano contaba con dos supervisores estatales con competencias independientes pero interrelacionadas en la práctica. Se trataba de la Superintendencia Bancaria, cuya competencia regulatoria y de supervisión se ejercía sobre entidades bancarias, de seguros, administradoras de fondos de pensiones, entre otros, y la Superintendencia de Valores cuya competencia se ejercía respecto de todos los participantes del mercado de valores que no eran objeto de supervisión por la Superintendencia Bancaria.

185. El modelo concebido a partir de la fusión de las dos superintendencias[37] en la SFC, tiene como resultado una única entidad supervisora del mercado financiero colombiano. Así, esta entidad de vigilancia y control tiene como competencia natural la consolidación de la información y la elaboración de diagnósticos sobre la totalidad del mercado y en especial sobre sus riesgos.

186. La SFC es un organismo técnico adscrito al Ministerio de Hacienda y Crédito Público y el Superintendente Financiero es de libre nombramiento y remoción, lo que puede restarle independencia a la entidad. Un estudio del 2006 sobre el grado de independencia del supervisor financiero de 148 naciones, ubicó a Colombia en el nivel más bajo junto con otros 67 países como Chile, México y Costa Rica (Barth, Caprio Jr, & Levine, 2006). La independencia de los organismos de regulación y supervisión es un estándar internacional ampliamente aceptado que contribuye al desarrollo de los mercados e industria financiera[38].

187. Respecto la supervisión macroprudencial, tanto la fusión de las superintendencias como las labores de estabilidad financiera que adelanta el banco central representan una gran ventaja respecto de estructuras supervisoras en las cuales coexisten varios supervisores. De una parte, la SFC cumple con el mandato de preservar la estabilidad financiera mediante una supervisión que se caracteriza por ser matricial, es decir que se ejerce sobre las entidades

---

[34] Tal vez una de las discusiones más áridas que se han dado sobre la competencia de los reguladores del mercado de capitales está relacionada con la definición de quiénes son las autoridades crediticias en Colombia. La Corte Constitucional a través de sus sentencias C-021 de 1994, C-489 de 1994, C-208 de 2000 y C-955 del mismo año, ha señalado que la regulación del crédito corresponde exclusivamente al manejo de la política crediticia y por lo tanto se trata de una actividad propia y exclusiva de la Junta Directiva del Banco de la República.

[35] La Corte Constitucional en su Sentencia C-478 de 1992 definió este principio como "Política Económica Unitaria", de manera que el Congreso, la Junta Directiva del Banco de la República y el Gobierno Nacional deben actuar coordinadamente bajo un objetivo común.

[36] Decreto 1044 de 2003.

[37] Las Superintendencia Bancaria y la Superintendencia de Valores fueron fusionadas según lo establecido en el artículo 1 del Decreto 4327 de2005.

[38] Principio 1 del BIS para la supervisión efectiva (BIS, 2006).

que se encuentran bajo su competencia y sobre el conjunto de riesgos que enfrenta cada tipo de entidad. De otra parte, el Banco de la República también ha incorporado como elemento fundamental de su control a la inflación la estabilidad del sistema financiero. Lo anterior ha reforzado la supervisión del mercado y la utilización de políticas regulatorias coordinadas por parte de las autoridades.

188. El modelo de regulación y supervisión colombiano dista claramente del modelo de regulación y de supervisión de los Estados Unidos, donde coexisten múltiples reguladores y supervisores sin un mandato que los obligue a actuar coordinadamente y con un mismo objetivo. En Colombia, aunque se cuenta con varios reguladores, sus competencias están definidas y tienen el deber constitucional de actuar coordinadamente con un objeto común. Así mismo, en el modelo colombiano sólo existe un supervisor estatal que consolida toda la información del mercado, y a través de una coordinación con el banco central, se miden y limitan los riesgos y demás medidas preventivas adecuadas.

189. La estructura de regulación y supervisión del mercado financiero en Colombia incorpora una autorregulación "regulado-externa" (ver sección 2.h). De conformidad con la Ley 964 de 2005 los intermediarios del mercado de valores tienen la obligación de autorregularse. Esto involucra principalmente cuatro funciones: la expedición de normas, la supervisión, la disciplina y la de certificación[39].

190. El ente autorregulador cumple con las cuatro funciones anotadas sobre las actividades de intermediación de valores de los bancos, compañías de financiamiento comercial, corporaciones financieras, fiduciarias, fondos de pensiones, sociedades comisionistas de bolsa, entre otros, y, así mismo, sobre las personas naturales vinculadas a estos intermediarios. Esto permitió evitar arbitrajes regulatorios frente a entidades financieras activas en el mercado de valores[40]. Las funciones de autorregulación también abarcan cualquier producto relacionado con el mercado de valores, motivo por el cual las funciones de autorregulación se extienden no sólo a los reglamentos del organismo sino que van más allá, concediendo la facultad de verificar y sancionar el incumplimiento de leyes, decretos, reglamentos de bolsa y sistemas de negociación y demás normatividad aplicable a la actividad de intermediación de valores.

191. La competencia reguladora y supervisora de la SFC se extiende sobre los organismos autorreguladores. En desarrollo de dicha competencia, los reglamentos que expidan los organismos autorreguladores deben ser previamente autorizados por el ente estatal[41]. Adicionalmente, la relación de las dos entidades se enmarca en un principio de colaboración y coordinación y para tal fin se han suscrito dos memorandos de entendimiento. De esta forma, Colombia cumple con las dos recomendaciones de IOSCO en materia de autorregulación[42].

b. Canal de transmisión indirecto

192. La crisis internacional ha tenido un impacto directo en el sistema financiero colombiano, que ha sido adecuadamente soportado gracias a las políticas de riesgo y estructura regulatoria. Sin embargo, existe un canal indirecto mediante el cual entidades financieras reguladas en el exterior afectan la confianza de inversionistas locales, por dos vías: primero, el ofrecimiento de servicios sin una estricta regulación, bajo el entendido que esta viene dada por la jurisdicción de origen; segundo, un incremento del riesgo reputacional para entidades

[39] En Colombia se han constituido dos organismos que ejercen actividades de autorregulación debidamente autorizados por la SFC. Estos son la Bolsa Nacional Agropecuaria y AMV.
[40] Con anterioridad a la Ley 964 de 2005 las únicas entidades obligadas a autorregularse eran las sociedades comisionistas de bolsa.
[41] Los reglamentos constituyen un cuerpo de normas que deberán ser cumplidas por las personas sobre las cuales los organismos autorreguladores tienen competencia.
[42] (IOSCO, 2003)

constituidas localmente cuya matriz pertenece a alguna jurisdicción donde la crisis ha tenido mayor impacto.

193. Respecto el ofrecimiento de servicios por personas no reguladas en el territorio nacional a residentes colombianos, el principio acogido por la regulación nacional consiste en permitir que entidades de valores del exterior promuevan o publiciten sus servicios, siempre y cuando lo hagan a través de una oficina de representación o un corresponsal.

194. Mediante esta aproximación se llega a un esquema intermedio. De un lado, se reconoce el hecho de que las entidades financieras y de valores del exterior pueden estar sujetas a estándares regulatorios considerablemente robustos, que resultan asimilables o incluso superiores a los estándares existentes en Colombia y por lo tanto localmente les aplica una regulación menos estricta. De otro lado, se establecen mecanismos que le permiten a la SFC evaluar la idoneidad de la institución del exterior, de sus administradores y accionistas, e incluso el agente que los supervisa en su lugar de constitución.

195. Ese paradigma regulatorio debería ser revisado con ocasión de la crisis financiera internacional. Como se explicó en los primeros apartes de este documento, aún en los mercados desarrollados, que se consideraba tenían lo estándares regulatorios más exigentes y seguros, se pueden evidenciar fallas materiales que tienen la potencialidad de amenazar su estabilidad sistémica. Tal circunstancia podría afectar directamente los intereses de los inversionistas locales que canalizan sus recursos a través de dichos vehículos[43].

196. El principio de trato nacional[44] no solamente implica dar un tratamiento a los extranjeros que no involucre cargas adicionales, sino también imponerles a éstos las cargas y obligaciones que deben cumplir las entidades nacionales en sus actividades financieras y del mercado de valores. Es pertinente tener en cuenta que por ser de interés público la actividad financiera, la mayoría de países se reservan la potestad de revocar licencias y de no autorizar entidades en eventos extraordinarios[45].

197. Incluso bajo el modelo de subsidiarias, donde el capital que respalda la operación local es independiente del de la matriz, se ha generado contagio a través de la materialización del riesgo reputacional.

198. A continuación se presenta una relación de casos específicos en los cuales se han afectado los intereses de inversionistas locales, por aspectos de la regulación relativa al ofrecimiento de servicios por parte de extranjeros.

---

[43] En la negociación de los tratados de libre comercio, ha existido tradicionalmente un reconocimiento recíproco sobre los estándares de regulación financiera de las partes. Como consecuencia, mediante la liberación del acceso al mercado de servicios financieros se acepta que instituciones financieras constituidas en otros Estados, puedan ofrecer sus servicios como lo haría un nacional, sin tener que cumplir requisitos regulatorios adicionales. Así se entendió en el tratado de libre comercio negociado con Estados Unidos, por lo cual en su capítulo 12 se estableció que: *"los deberes que le son exigibles a las entidades de un país, no deben ser superiores a las que se les exigen a sus propios nacionales para ofrecer servicios financiero"*. Ver: TLC USA-COL Artículo 12.6. En otros tratados, como el de Chile se ha diferenciado entre el comercio transfronterizo de servicios, y el comercio de servicios financieros. Para estos últimos existe un régimen estricto de observación de las leyes nacionales para la entidad que quiera ofrecer dichos servicios, y están sujetos a restricciones prudenciales.

[44] La organización mundial del comercio incorpora el siguiente concepto de trato nacional: "Las mercancías importadas y las producidas en el país deben recibir el mismo trato, al menos después de que las mercancías extranjeras hayan entrado en el mercado. Lo mismo debe ocurrir en el caso de los servicios extranjeros y los nacionales, y en el de las marcas de fábrica o de comercio, los derechos de autor y las patentes extranjeros y nacionales." http://www.wto.org/spanish/thewto_s/whatis_s/tif_s/fact2_s.htm

[45] Un ejemplo ilustrativo de esto son las oficinas de representación en la ley mexicana de valores, artículo 159, http://www.bmv.com.mx/wb3/wb/BMV/BMV_ley_mercado_de_valores.

i. Oficinas de Representación

199. Una oficina de representación es un establecimiento de una entidad financiera del exterior cuyo propósito es promover o publicitar sus productos y servicios en el mercado colombiano o a sus residentes.

200. Las oficinas de representación solamente pueden adelantar las actividades que expresamente les autoriza la regulación, entre las cuales se destacan: (i) las actividades administrativas que guarden relación con las promoción o publicidad de la institución del extranjero, y (ii) servir de enlace entre la institución extranjera y sus clientes en Colombia, para lo cual podrá entregar y recibir documentación relacionada con la prestación del servicio, asesorar a los clientes sobre los riesgos asociados con las operaciones y suministrar información al cliente[46].

201. Un primer aspecto que llama la atención es que las oficinas de representación tienen a su cargo y en favor de sus clientes un deber de asesoría profesional cuyo alcance es diferente al deber de asesoría profesional que tienen los intermediarios de valores a la luz del Decreto 1121 de 2008[47]. Tal circunstancia genera un estándar de protección diferente, el cual adquiere gran relevancia en la práctica si se tiene en cuenta que el nivel de sofisticación de los valores o esquemas de inversión ofrecidos por entidades del exterior puede ser mucho más elevado.

202. El estándar de supervisión a las que se encuentran sujetas las oficinas de representación no es igual al de las entidades locales. Por ejemplo, tales entidades no se encuentran sujetas a estándares de autorregulación o certificación.

203. Un caso ilustrativo sobre el contagio de la crisis a partir de las oficinas de representación es el de Stanford. La Oficina de representación de *Stanford Trust Company Limited (STL)*[48], obtuvo autorización para representar a varias entidades pertenecientes al grupo Stanford en Colombia. Específicamente, la oficina de representación referida obtuvo autorización[49] para promover los servicios de cuatro establecimientos de crédito, una sociedad administradora de carteras colectivas (sociedad fiduciaria), y nueve instituciones más pertenecientes al conglomerado Stanford.

204. La vinculación de STL con una entidad regulada en los EEUU. que hace parte del mismo conglomerado financiero y la cual contaba con una oficina de representación en Colombia fue uno de los elementos definitivos para que las autoridades locales tuvieran confianza sobre la solidez financiera y moral de las entidades del exterior. En los momentos en que la decisión se tomó, la confianza por extensión era un principio razonable y generalmente aceptado en diferentes jurisdicciones alrededor del mundo.

205. Con ocasión de la crisis resultan claros dos hechos: de un lado, que la confianza en los estándares de las jurisdicciones aparentemente más desarrolladas no debe ser absoluto; de otro lado, las entidades constituidas en reconocidos paraísos fiscales deben ser objeto de un cuidadoso escrutinio antes de autorizar el ofrecimiento de servicios por parte de éstas a

---

[46] El régimen jurídico de las oficinas de representación ha tenido varias modificaciones que históricamente se asocian a la política de flujos de capitales nacional (Ramirez & Sanchez, 1999). Actualmente, el Decreto 2558 de 2007, regula las oficinas de representación y contratos de corresponsalía y unifica la legislación existente en materia de prestación de servicios financieros, bursátiles y aseguradores, por parte de entidades financieras del exterior.

[47] El Artículo 9 del decreto 2558 establece una asesoría referida a los productos que promociona y sobre las características de la institución del exterior, mientras que la Resolución 400 de 1995, en su artículo 1.5.3.3 explica el deber de asesoría profesional como la necesidad de establecer una perfil de riesgo y hacer recomendaciones individualizadas acordes con el mismo (*suitability*).

[48] Entidad establecida en las islas de Antigua y Barbuda, que a su vez era matriz de otras entidades del grupo Stanford.

[49] Resolución 2331 de 2007 de la SFC.

residentes colombianos, a pesar de que hagan parte de conglomerados financieros que tengan sedes en jurisdicciones desarrolladas[50].

206. Resulta pertinente evaluar los vacíos existentes en la regulación actual para evitar que, a través de las oficinas de representación legalmente constituidas, se terminan afectando los intereses de los inversionistas nacionales. Primero, es imperativo que toda gestión de promoción y publicidad por parte de extranjeros orientada a potenciales clientes que sean residentes colombianos debe realizarse a través de una oficina de representación o contrato de corresponsalía. Segundo, el concepto de confianza por extensión debería ser revisado, especialmente tratándose de paraísos fiscales.

207. Por último, se debe considerar la posibilidad de que nombres como "trust", "bolsa", "y "valores", entre otros, tengan un uso restringido o estándares especiales de información a los clientes. En el caso anteriormente citado, una entidad que tenía en su nombre la palabra "trust", el cual por su naturaleza tiende a generar gran confianza, tuvo la posibilidad de ofrecer un sinnúmero de productos asociados al mercado financiero y de valores, algunos de los cuales no tenían absolutamente nada que ver con los negocios fiduciarios a que se refiere el mencionado término.

ii. Contrato de Corresponsalía

208. El contrato de corresponsalía es un acuerdo entre una entidad financiera o de valores del extranjero y un intermediario de valores local, para que este último ofrezca y promocione sus servicios en Colombia. La normatividad relacionada con el contrato de corresponsalía y las oficinas de representación quedó integrada en el Decreto 2558 de 2007[51].

209. Con la simplificación de la regulación aplicable al contrato de corresponsalía y la existencia de un régimen muy parecido al de la oficina de representación, podría afirmarse que la corresponsalía constituye una figura idéntica a la oficina de representación, con la diferencia de que en el contrato de corresponsalía no existe personal independiente de la entidad extranjera y no se requiere de un representante legal.

210. En adición a las deficiencias descritas en la sección anterior para las oficinas de representación, el hecho de que sea la misma firma quien promocione sus negocios y los de terceros puede generar dificultades adicionales. Por ejemplo, puede existir un mayor riesgo de que los clientes no diferencien con claridad cuáles son las operaciones o productos ofrecidos por la sociedad directamente, de aquellos que ofrece en calidad de corresponsal. De otro lado, en caso de que exista un problema de insolvencia o similar en la entidad del exterior, el efecto de desconfianza puede extenderse también a la entidad local, aumentando el riesgo de contagio local.

211. Cabe señalar que al fusionar la regulación aplicable a las dos figuras, se eliminó la posibilidad de ceder el contrato de corresponsalía y la prohibición de que los funcionarios de la entidad del extranjero ofrezcan directamente los valores o servicios relacionados.

---

[50] Jonathan Winner, exoficial de Departamento de Estado de EEUU señalo: "B*eing located in Antigua should be a "supreme indicator" (…). "There's no reason for somebody to be located there" except to take advantage of bank secrecy laws and lax regulation…".* (Bloomberg, 2009)

[51] Anteriormente, la Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores consagraba el contrato de corresponsalía de manera autónoma, previendo prohibiciones y reglamentación específicas para el mismo, diferenciándolo claramente de las oficinas de representación. En esta resolución se hacía referencia a temas como la corresponsalía local, la cesión del contrato de corresponsalía, y las prohibiciones para las entidades.

212. AMV ha recibido quejas[52] de inversionistas del mercado en las cuales se denuncia que algunas entidades locales habrían excedido las actividades de promoción que pueden adelantar en calidad de corresponsales.

213. En estos casos podría haberse presentado un incumplimiento al deber de informar los aspectos particulares de los contratos de corresponsalía a los clientes. Como se mencionó, la diferencia en materia de asesoría frente a la regulación aplicable a los intermediarios de valores es difícil de percibir por los clientes, quienes razonablemente esperan que en caso de inconvenientes, la responsabilidad del intermediario sea igual, con independencia del activo o contrato que se esté utilizando[53].

214. En cuanto a la autorización de los contratos de corresponsalía por parte de las autoridades, aplican los mismos comentarios mencionados en el caso de las oficinas de representación.

iii. Crisis de matrices o entidades relacionadas

215. En un contexto de globalización de mercados financieros, las filiales o entidades relacionadas de matrices o "holdings" internacionales pueden verse afectadas por situaciones de estrés financiero o crisis de mercado, que sean ajenas al mercado local. La regulación ha permitido el establecimiento de subsidiarias en territorio colombiano y la prestación transfronteriza de servicios financieros, dando cumplimiento a la regulación nacional que resulte aplicable de acuerdo con la naturaleza del vehículo jurídico utilizado. Mediante la reforma financiera aprobada el pasado 18 de junio de 2009 se fortaleció la regulación respecto estos vehículos, estableciendo que en la prestación de servicios financieros y de seguros en territorio colombiano a través de sucursales de entidades del exterior, se deben proteger adecuadamente los intereses de los residentes en el país y la estabilidad del sistema.

216. Dicha regulación ha contemplado elementos prudenciales, especialmente los relacionados con los requerimientos de independencia de capital de sus matrices[54]. En efecto, existe una gran diferencia en cuanto a la separación del capital entre las matrices y sus oficinas de representación, y entre el capital de aquellas y sus sucursales. En el último caso, se trata de entidades que tienen un patrimonio independiente de sus matrices, mientras que las oficinas de representación no ofrecen un capital independiente a sus clientes y contrapartes como garantía en caso de cualquier eventualidad[55].

217. En consecuencia, las subsidiarias de matrices extranjeras que cuentan con capital propio blindan en parte al sistema financiero local ante el riesgo de contagio por crisis originadas en otros mercados.

218. En la regulación también existe un régimen de inversión y restricciones a las operaciones[56] entre la matriz y sus filiales, lo cual ha permitido mitigar en parte el riesgo de contagio en escenarios de crisis.

---

[52] Resulta importante destacar que de conformidad con la Ley 964 de 2005 y sus decretos reglamentarios, los servicios asociados a inversiones en valores extranjeros que no están inscritos en el RNVE no constituyen actividad de intermediación en Colombia, y escapan a la competencia de AMV para conocer sobre tales hechos.

[53] En uno de los casos, se observa que el cliente no fue informado debidamente de los riesgos asociados a la inversión en una nota estructurada, y el resultado fue la pérdida de una gran parte de la misma.

[54] El Estatuto Orgánico del Sistema Financiero requiere de un capital mínimo para la constitución de la respectiva institución financiera. Ver EOSF Artículo 80.

[55] Así lo plantea la exposición de motivos de la reforma financiera, en la cual se explica que: "*Si una entidad se establece como sucursal estará sujeta a la naturaleza jurídica de la matriz y con el respaldo de su capital; por el contrario, si se establece como subsidiaria actuará con su propia naturaleza jurídica y capital propio. Ver.* Exposición de motivos. Proyecto de Ley de Reforma financiera.

[56] EOSF, Artículo 119, numeral 2 y 3.

219. A pesar de los estándares regulatorios citados, en escenarios de grave estrés como el de la crisis financiera internacional actual, resulta imposible eliminar total y efectivamente los canales de transmisión de riesgos entre las matrices extranjeras y sus entidades subordinadas constituidas en Colombia.

220. Esto en razón a que las entidades subordinadas de casas matrices extranjeras siempre están expuestas al riesgo reputacional[57] asociado con sus matrices. La afectación del capital reputacional como consecuencia del estado de la matriz extranjera puede incluso hacer comercialmente inviable una entidad con una sólida estructura financiera.

221. Un ejemplo de esta situación es el caso de la Sociedad Comisionista de Bolsa Stanford. Un año después de que *Stanford Financial Group* adquiriera la comisionista de bolsa Bolsa y Banca, la SEC acusó que a través de firmas financieras radicadas en EEUU. y paraísos fiscales pertenecientes al conglomerado se realizaron operaciones fraudulentas de carácter piramidal[58]. Ante tal decisión se generó una corrida de los clientes locales quienes reclamaron la devolución inmediata de sus inversiones por parte de la sociedad comisionista que no tenía relación alguna con los sucesos en el extranjero. Con el propósito de dar una salida ordenada a la situación, la sociedad comisionista inactivó sus operaciones y adelantó un proceso ordenado de liquidación de posiciones y devolución del dinero a los inversionistas.

222. Se evidencia, en conclusión, que a pesar de las medidas regulatorias sobre independencia de capital que rige en nuestro país, las entidades subordinadas establecidas en Colombia no resultaron ajenas al riesgo de contagio. Las pérdidas de capital producto de la materialización del riesgo reputacional son un fenómeno que debe ser objeto de mayor estudio.

[57] El riesgo reputacional se encuentra definido por la SFC en la Circular 048 de 2006.
[58] Para mayor información ver: "SEC Charges R. Allen Stanford, Stanford International Bank for Multi-Billion Dollar Investment Scheme. *Washington, D.C., Feb. 17, 2009.*

4. Vulnerabilidad del mercado local

223. La crisis financiera internacional y las problemáticas asociadas con la captación de recursos de manera irregular experimentada por Colombia evidencian la existencia de algunos espacios para mejorar la regulación local. Estos espacios podrían ser aprovechados indebidamente en perjuicio de la confianza de los inversionistas y, por ende, es necesario trabajar en ellos.

224. A continuación se presenta una relación de las situaciones o productos que tienen la posibilidad de continuar afectando los intereses del público ahorrador e inversionista, y que podrían ser objeto de ajuste regulatorio.

a. Pirámides

i. Boom de pirámides y esquemas Ponzi en Colombia

225. Entre 2005 y 2008 surgieron múltiples esquemas ilegales de captación de dinero en el país que prometían elevadas rentabilidades a quienes depositaban sus recursos por un determinado periodo de tiempo. La mayoría tenían un funcionamiento similar a las pirámides y los esquemas Ponzi descritos previamente en este documento. Sin embargo, algunos combinaron su operación con otras actividades que terminaron alargando su colapso y dificultando el trabajo de las autoridades para detener su proliferación.

226. A marzo de 2009 el Gobierno había intervenido cerca de 55 firmas de captación ilegal con aproximadamente 300 oficinas por todo el país. Se estima que habría cerca de $2,5 billones involucrados en estos esquemas y alrededor de 500.000 familias afectadas, especialmente en Putumayo, Nariño, Huila y Cauca, en donde las medidas, los indicadores de productividad y empleo ya han empezado a evidenciar el impacto económico de las pirámides[59].

227. De los casos denunciados, DRFE (Dinero Rápido, Fácil y Efectivo) y DMG (David Murcia Guzmán) son los de mayor tamaño y los que más atención han recibido por parte de la opinión pública.

228. DRFE fue creado por Carlos Alfredo Suárez en septiembre de 2007 prometiendo una rentabilidad de 150% a sus clientes. Al cabo de un año abrió más de 60 sucursales en 8 departamentos del país, y en sólo en cuatro ciudades captó alrededor de $400 mil millones a través de 94 mil operaciones[60]. En noviembre de 2008 varias de sus oficinas enfrentaron problemas liquidez y suspendieron los pagos a los clientes. A pesar de que DRFE cambió su estrategia para cautivar nuevos depositantes y alargar el plazo de los pagos, su derrumbe fue inevitable cuando la mayoría de los clientes reclamaron el reintegro inmediato de su dinero en medio violentas manifestaciones. Carlos Alfredo Suárez se entregó a las autoridades en Brasil el 19 de febrero de 2009, aceptó los cargos que le imputaron por lavado de activos y captación masiva y habitual y pidió perdón al país por los problemas causados[61].

---

[59] Se estima que el 90% de la población en estas regiones tuvo relación con las pirámides y que muchos dejaron sus trabajos llevados por la ilusión de la rentabilidad prometida. Se dice que la productividad del departamento de Nariño bajó un 4,1% en 2008 por causa de las pirámides. Ver: El Tiempo. *2.5 billones de pesos captaron las 'pirámides' en Putumayo, Nariño, Huila y Cauca. 2009.*

[60] El Nacional. *Duplicarían penas para recaudadoras ilegales de dinero*. 16 de noviembre 2008.

[61] El Espectador. *Propietario de DRFE se acoge a sentencia anticipada*. 20 de Febrero de 2009.

229. En el caso de DMG las investigaciones indican que nació en 2005 como un tradicional esquema Ponzi. Al poco tiempo, su fundador, David Murcia Guzmán, combinó su esquema de captación con la creación de empresas fachada y el negocio de venta de tarjetas prepago, que podían ser utilizadas por los clientes directamente en las oficinas de DMG para la adquisición de bienes y servicios. Al parecer, DMG se comprometía a devolver hasta el 95% del dinero depositado por la compra de las tarjetas con una rentabilidad de hasta el 100% semestral. Algunos afirman que el dinero que utilizaba DMG para la compra de los bienes provenía de negocios ilícitos y que de esta manera también era un esquema de lavado de activos (Fedesarrollo, 2008).

230. La popularidad de DMG fue tan grande que al cabo de tres años se convirtió en un grupo financiero poderoso con al menos 42 empresas en Colombia y 53 entre Panamá, México, Brasil, Ecuador y Venezuela. Aunque las cifras disponibles sobre el tamaño de DMG no son muy claras, algunos creen que este mecanismo afectó a 400 mil personas[62].

231. El Gobierno intervino la sociedad DMG Holding el 17 de noviembre de 2008 y ordenó el cierre de sus sedes en todo el territorio nacional. A los pocos días, David Murcia Guzmán y sus colaboradores fueron arrestados, y algunos ya han sido condenados por el delito de lavado de activos[63].

ii. Dificultades para identificar y suspender la captación ilegal

232. De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 335 de la Constitución, toda actividad relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados es de interés público y su ejercicio requiere previa autorización del Estado. A partir del Decreto 2920 de 1982, la captación de dinero del público en forma masiva y habitual sin autorización se considera un delito, que en consecuencia debe ser investigado por la Fiscalía y frente al cual las autoridades de supervisión tienen facultades administrativas[64]. Tal como lo prevé el artículo 108 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, la SFC puede ordenar la suspensión inmediata de la actividad de captación, la disolución de la persona jurídica y la liquidación rápida y progresiva de las operaciones relacionadas con tal actividad.

233. Los recientes casos de captación ilegal dejaron al descubierto la dificultad que enfrentan las autoridades para identificar estos esquemas y suspender sus operaciones. El alto grado de informalidad y su escasa contabilidad, sumado a la tendencia de disimular su verdadera actividad con la venta de tarjetas prepago y otras figuras, limitaron la capacidad de la SFC para recaudar el material probatorio requerido para su actuación.

234. Por esta razón, y considerando el riesgo de estas actividades para la estabilidad económica y social, el 17 de noviembre de 2008 el Gobierno expidió el Decreto 4333 de 2008 mediante el cual se declaró el Estado de Emergencia Social, con el fin de adoptar procedimientos ágiles que permitieran detener la captación ilegal de dinero. Las medidas adoptadas a través de los decretos expedidos en uso de las facultades excepcionales permiten intervenir las entidades dedicadas a la actividad financiera sin la debida autorización[65], definir mecanismos para devolver el dinero recaudado, ordenar a los gobiernos regionales a intervenir las captadoras ilegales en sus respectivas jurisdicciones[66], elevar las penas para

---

[62] Caracol Noticias. *Por lo menos 400.000 colombianos invirtieron dinero en DMG*. 29 de noviembre de 2008.
[63] Revista Semana. *Los secretos de DMG*. 22 de noviembre de 2008.
[64] Artículo 316 del Código Penal: "Quien capte dineros del público, en forma masiva y habitual sin contar con la previa autorización de la autoridad competente incurrirá en prisión de dos (2) a seis (6) años y multa hasta de cincuenta mil (50.000) salarios mínimos legales mensuales vigentes".
[65] Decreto 4334 de 2008 declara la intervención del Gobierno Nacional por conducto de la Superintendencia de Sociedades, se le otorgan amplias facultades para ordenar la toma de posesión de bienes y se establece el procedimiento de intervención administrativa.
[66] Decreto 4335 de 2008 dota de facultades y establece obligaciones a las autoridades de policía para detener de manera cautelar la actividades de captación o recaudo no autorizado de los recursos de público, mediante el cierre preventivo de los establecimientos de comercio.

evitar que el delito de captación ilegal sea excarcelable y obligar a quienes hayan incurrido en este delito a que devuelvan los recursos captados[67].

235. Estas herramientas le han permitido al Gobierno actuar de manera expedita para restablecer el orden y la estabilidad. Sin embargo, es importante fortalecer el marco legal y regulatorio con el fin de impedir que las innovaciones en los sistemas de recaudo terminen utilizándose para disfrazar el delito de captación ilegal. Es necesario también reforzar los canales para que la población denuncie este tipo de mecanismos a las autoridades. En línea con la experiencia internacional, esta es precisamente la vía más fácil y ágil para detener la captación ilegal y recuperar los dineros captados. En este sentido, resulta muy útil el esfuerzo de la Superintendencia de Sociedades, orientado a establecer un mecanismo de recompensa a quienes entreguen información que conduzca a la recuperación de bienes producto de captación ilegal[68].

236. Es crucial además que las facultades penales y administrativas se complementen con estrategias de educación financiera a nivel nacional que contribuyan a que la población detecte esquemas financieros fraudulentos e ilegales, y conozca las ventajas y oportunidades de invertir y ahorrar en los intermediarios legalmente autorizados para recibir recursos.

b. Mesas de Dinero irregulares

237. Como resultado de la rápida extensión de las actividades relacionadas con la negociación de valores se ha desarrollado un amplio mercado por medio del cual algunos particulares no regulados ofrecen y ejecutan servicios tales como:

- Ofrecimiento de servicios de compra y venta de valores
- Ofrecimiento de recomendaciones o servicios de asesoría para negociar con valores
- Manejo discrecional de recursos para la compra y venta de valores

238. Estas entidades usualmente se denominan mesas de dinero irregulares[69] y canalizan recursos del público al mercado de valores sin ningún tipo de control, supervisión o autorregulación.

239. Dichos entes realizan inversiones en valores con los recursos de terceros, quienes no cuentan con ningún tipo de protección ni acceso a información previa que les permitan conocer las condiciones de los negocios propuestos. Es característica fundamental de este tipo de actividades la inexistencia de información clara y expresa para escoger el producto de conformidad con unas reglas previamente conocidas y entendidas a cabalidad.

240. Estas entidades irregulares no están sujetas a los deberes propios de los intermediarios desarrollados recientemente por el Decreto 1121 de 2008, entre los cuales se destacan: suministro de información, deberes frente a los conflictos de interés, documentación,

---

[67] Decreto 4336 de 2008 hace más severas las consecuencias penales de la conducta de captación masiva y habitual, y crea el delito consistente en el no reintegro de dineros captados del público. En adición al Decreto, el pasado 19 de septiembre de 2008 el Gobierno presentó el proyecto de Ley 154/08 Senado por el cual se modifica el Código Penal, elevando las penas fijadas en el artículo 316 de captación masiva y habitual de dineros y se crea el delito de omisión de reportes de transacciones en efectivo, movilización o almacenamiento de dinero en efectivo. De acuerdo con el texto aprobado en el primer debate en el Senado, quien incurra en el delito de captación ilegal, incurrirá en prisión de 120 - 240 meses y tendrá una multa de hasta 50.000 SMLMV.

[68] Decreto 44 de 2009.

[69] También conocidas como “mesas de dinero independientes”. Ver Oficio de Asobolsa al Ministerio de Hacienda y Crédito Público de fecha 27 de febrero de 2009, trámite TRA-2009-134902.1.

reserva, separación de activos, valoración, mejor ejecución de las operaciones y finalmente, el deber de asesoría frente a los clientes inversionistas.

241. Al no tener obligaciones normativas, las personas naturales que trabajan al interior de dichas entidades y prestan los servicios arriba mencionados no cumplen con el requisito de la certificación exigida a los profesionales del mercado de valores, motivo por el cual no hay un mecanismo para establecer el grado de profesionalización de quienes realizan estas actividades.

242. Muchas de las personas que han sido sancionadas o cuestionadas por la SFC, por AMV o por las Bolsas cuando cumplían funciones de autorregulación, trabajan ahora en este tipo de entidades, motivo por el cual se cuestiona su integridad moral. Igual preocupación genera la falta de protección en la que se encuentran los sujetos que deciden aceptar los servicios que ellas prestan y hacen entrega de sus ahorros o excedentes para inversión.

243. Una consultoría que se adelantó en el año 2008 por parte de un equipo de expertos internacionales[70] en regulación de mercados de valores señaló que todas las personas o entidades que presten de manera profesional servicios al público para facilitar el acceso al mercado de valores, deben estar sujetos a estándares de regulación con el fin de proteger a los clientes inversionistas. En consecuencia y aplicando dicho principio, las actividades de las mesas de dinero que facilitan, gestionan o tramitan la realización de operaciones mediante las cuales los clientes inversionistas terminan accediendo al mercado de valores deberían estar sujetos a estándares regulatorios propios de la actividad de intermediación. De lo contrario, dichos agentes deben ser objeto de las medidas previstas frente a quienes desarrollan actividades de manera irregular en el mercado de valores.

c. Forex

244. Mediante la denominación “Forex” se hace referencia a plataformas de negociación de divisas (ej. Dólar, Euro, Yen) que operan a nivel local o internacional, mediante las cuales se posibilita a cualquier persona para negociar tales activos. La actividad de inversión a través de plataformas Forex es de naturaleza eminentemente especulativa. Por lo anterior, es usual que las compraventas se realicen mediante mecanismos que permiten un apalancamiento sustancial con el propósito de incrementar las ganancias sobre el monto de recursos efectivamente invertidos. En consecuencia, este tipo de inversiones implica un riesgo alto para los inversionistas.

245. El mercado de Forex no es un mercado bursátil en el sentido tradicional debido a que es un mercado descentralizado, donde la mayoría de transacciones se llevan a cabo vía telefónica o a través de plataformas en internet (National Futures Association, 2004). En muchos casos quien toma la decisión de entrada y salida al mercado es un intermediario en Forex, lo cual genera una serie de riesgos adicionales al riesgo financiero propio de la inversión apalancada en divisas. Entre éstos, cabe resaltar la presencia de conductas en contra de los intereses de los clientes, como podría ser el abuso de confianza[71] o apropiación indebida de los recursos y la asignación indebida de operaciones, dada la inexistencia de estándares de trazabilidad sobre las órdenes[72].

---

[70] Elliot Levine de la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), y Richard Britton de International Capital Markets Association (ICMA)

[71] El abuso de confianza está tipificado como un delito, de acuerdo al artículo 249 del Código Penal: *Abuso de confianza*. El que se apropie en provecho suyo o de un tercero, de cosa mueble ajena, que se le haya confiado o entregado por un título no traslativo de dominio, incurrirá en prisión de uno (1) a cuatro (4) años y multa de diez (10) a doscientos (200) salarios mínimos legales mensuales vigentes. La pena será de prisión de uno (1) a dos (2) años y multa hasta de diez (10) salarios mínimos legales mensuales vigentes, cuando la cuantía no exceda de diez (10) salarios mínimos legales mensuales vigentes. Si no hubiere apropiación sino uso indebido de la cosa con perjuicio de tercero, la pena se reducirá en la mitad.

[72] No existe un mecanismo para corroborar cuál es la persona beneficiaria de una determinada operación en Forex, por lo que cualquier intermediario podría llegar a realizar una operación y asignar posiciones a su arbitrio sin que quede registro de tal actuación.

246. Los administradores de Forex en ocasiones garantizan o comercializan como "altamente probable" una tasa de rentabilidad muy atractiva, con lo cual se generan unas expectativas de seguridad que no son razonables teniendo en cuenta la naturaleza del negocio. Es fácil encontrar ofertas provenientes de estos administradores garantizando rentas fijas mensuales del 30% o 40%[73], y de la misma forma es fácil encontrar en portales de internet o redes sociales como Google o Facebook, ofrecimientos de rentabilidades fijas al público que oscilan entre 8% y 18% mensual[74].

247. Las altas rentabilidades ofrecidas y la falta de regulación genera un riesgo adicional. Los administradores de recursos de terceros para inversión en Forex pueden empezar a honrar expectativas de rentabilidad utilizando los recursos entregados por nuevos inversionistas, convirtiéndose en un esquema piramidal[75].

248. Aprovechando la popularidad del mercado de Forex, algunas personas comienzan a captar recursos ilegalmente de los inversionistas sin que exista la intención de invertir siquiera parte de los recursos en este mercado[76].

249. En el ámbito internacional, por regla general, no hay una normatividad sobre este mecanismo de inversión. Esto ha generado bajos estándares de información a los inversionistas e inexistencia de obligaciones específicas por parte de los intermediarios de Forex, tales como los deberes de asesoría, mejor ejecución y separación de activos, entre otros.

250. Debido al alto riesgo financiero asociado con las operaciones en Forex, así como los otros riesgos referidos anteriormente, los inversionistas quedan desprotegidos frente a las pérdidas ocasionadas por culpa, negligencia o fraude de los intermediarios de Forex. Las últimas tendencias internacionales sobre la problemática apuntan a la necesidad de fortalecer la regulación sobre estas inversiones y asimilarla a la regulación aplicable al mercado de valores (Commodity Futures Trading Commission, 2007).

251. En Estados Unidos, entidades como la NFA, la SEC, la CFTC, y FINRA expidieron regulación dirigida a las inversiones realizadas a través de estos intermediarios. Por ejemplo, la NFA estableció que sólo pueden actuar como intermediarios en operaciones de Forex entidades sometidas a su regulación. Adicionalmente, se le impone la obligación de proveer información a los inversionistas sobre el riesgo de las operaciones, información sobre los riesgos en caso de quiebra del intermediario, y a mantener una base de datos donde consten las transacciones que realizan en el mercado Forex a nombre de sus clientes (National Futures Association, 2008).

252. La NFA ordena a sus miembros establecer depósitos de seguridad para los inversionistas en casos de pérdidas y a mantener un capital mínimo para poder operar en este mercado. Deben también supervisar la actividad de los operadores frente a este mercado.

---

[73] Fraud advisory from the CFTC: foreign currency trading (Forex) fraud. U.S. Commodity Futures Trading Commission http://www.cftc.gov/customerprotection

[74] Uno de los diversos ejemplos que se pueden encontrar en internet sobre publicidad para las inversiones en Forex es el siguiente: *"Invierta en divisas forex: Gane un 18% mensual. Por cada $1000 obtendrá $180 / mes de beneficio" o " Invierta en Forex. Gane dinero desde el primer día rentabilidades desde el 18 % al mes"*

[75] Recientemente en Colombia se pudo verificar la ocurrencia de un fraude con las características descritas (Revista Semana, 2009)

[76] En el Valle del Cauca, ahorradores confiaron sus recursos a Forex Capital, la cual cesó operaciones de manera definitiva, dejando a miles de ahorradores sin en el dinero de la inversión. La sociedad se había anunciado como "una alternativa de inversión y capitalización de dinero", que ofrecía el pago de intereses hasta de un 150% en 30 días. La Policía tramitó una orden ante la Fiscalía para abrir el local y tratar de determinar a cuánto asciende la estafa (Red de Gestores Sociales , 2008).

253. En Canadá, la BCSC[77] expidió regulación relacionada con la negociación en Forex obligando a los intermediarios de Forex a registrarse, autorregularse, a contar con un capital mínimo, a someterse a regulación prudencial y a contar con políticas para el manejo de los riesgos asociados con este negocio[78].

254. En Colombia se observan situaciones irregulares frente a este fenómeno, donde inversionistas atraídos por las altas rentabilidades hacen entrega de sus recursos a intermediarios irregulares de Forex.

255. Actualmente los agentes que ofrecen estos productos no se encuentran autorizados o sujetos a supervisión o autorregulación, lo cual facilita la comisión de fraudes por medio de esquemas que pueden terminar siendo multinivel o pirámides.

256. Recientemente, la SFC ordenó la suspensión inmediata de operaciones de varias de estas entidades por haber desarrollado sin autorización la actividad de promoción y publicidad de productos y servicios financieros relacionados con Forex[79]. De acuerdo con la Superintendencia, el único mecanismo que puede ser usado actualmente para promover el mercado Forex en Colombia son las oficinas de representación de entidades del exterior o los contratos de corresponsalía, que de acuerdo con lo establecido en el Decreto 2558 de 2007 requieren de autorización previa de la SFC[80].

257. El Banco de la República, mediante la Resolución 4 de 2009, estableció que el negocio de Forex sólo puede ser llevado a cabo por Intermediarios del Mercado Cambiario, los cuales deben cumplir con exigencias de capitales mínimos, regulación prudencial y supervisión de la SFC. Este es sin duda un importante avance en la regulación sobre el particular. No obstante, en consideración a los riesgos asociados a este producto, es de gran importancia fortalecer los estándares de la regulación con el fin de prevenir conductas indebidas que puedan afectar los intereses de los inversionistas. Los estándares de procesamiento y trazabilidad de órdenes son apenas un ejemplo de un aspecto crítico que reviste gran importancia para evitar abusos.

d. Ordenantes

258. El ordenante es una figura que algunos inversionistas utilizan para participar en el mercado de valores, la cual consiste en una persona natural que se encarga de impartir órdenes a un intermediario de valores para la realización de una determinada operación, a nombre de un cliente que lo ha autorizado para ello.

259. La utilización natural y originaria de esta figura proviene de las relaciones familiares cercanas, como cuando el padre de familia imparte órdenes en nombre de sus hijos. Sin embargo, no existe una restricción para que pueda actuar como ordenante alguien que no tengan ningún tipo de relación familiar con el inversionista.

260. Una dificultad de nuestro mercado es que no existe marco regulatorio propio del mercado de valores para la figura de ordenantes, por lo cual sus atribuciones corresponden a las que le hayan sido autorizadas por el cliente[81]. Siendo así, las facultades del ordenante tienen diferentes alcances dependiendo del caso en particular. En algunas ocasiones, el ordenante

---

[77] La BCSC (British Columbia Securities Commission) es la organización encargada de supervisar el mercado de valores de la provincia de British Columbia.
[78] BC Policy 31-601 Registration Requirements (BCP 31-601) [BCN]
[79] Resolución Número 2134 de 26 de diciembre de 2008, (Cfx Markets) Resolución Número 2051 de 26 de diciembre de 2008 (Serforex Ltda), Resolución Número 2133 de 26 de diciembre de 2008 (Invierta en Divisas Ltda)
[80] Concepto 2008031228-001 del 24 de noviembre de 2008.
[81] La figura del ordenante constituye un contrato de mandato. En este sentido la relación entre el cliente y el ordenante se debe enmarcar dentro de la normatividad del mandato y de la comisión contenida en los artículos 1262 a 1311 del Código de Comercio, en ausencia de norma especial. En el ordenamiento jurídico colombiano no existe regulación sobre la relación entre el cliente con el ordenante, del ordenante con el intermediario, y del intermediario con el cliente, en temas relacionados con el mercado de valores.

es autorizado para realizar actividades que generan diversos riesgos para el inversionista tales como la disposición de los dividendos, la instrucción de traslados de dinero o valores desde y hacia la cuenta de su cliente, o la recepción de extractos de información sobre las operaciones que realice.

261. Debido a que en algunos casos el ordenante puede disponer discrecionalmente de los recursos del cliente, aquel puede realizar operaciones que tienen la potencialidad de afectar materialmente sus intereses. La falta de preparación de los inversionistas en los productos de inversión y el valor agregado que puede proporcionar el servicio personalizado que ofrecen los ordenantes, hace que se termine aceptando su intermediación para acudir al mercado[82]. Sin embargo, la inexistencia de regulación puede llevar a una apropiación de los recursos, exceso de mandato e inaplicabilidad de los deberes propios de la actividad de intermediación de valores. Adicionalmente, los clientes no puedan reclamar y obtener una reparación dado que los ordenantes no están regulados ni vigilados.

262. En la actualidad se observan esfuerzos para regular esta figura. En efecto, AMV ha introducido en su Reglamento disposiciones que definen y refuerzan las limitaciones del ordenante[83]. Sin embargo, salvo esta disposición, la normatividad sobre la materia es inexistente.

263. La regulación de los ordenantes se podría enfocar de diferentes maneras. De un lado, podría prohibirse totalmente la figura, exceptuando los casos en los cuales se trate de la actuación para familiares cercanos. Otra alternativa sería la de regularla mediante la creación de un registro especial, la limitación del marco de las atribuciones, y el establecimiento de deberes similares a los de los intermediarios. Asimismo, se puede regular la figura del ordenante, por ejemplo, tomando como referencia la normatividad relacionada con los "planificadores financieros"[84]. Finalmente, se puede someter a los ordenantes a la supervisión de una autoridad de la jurisdicción administrativa, de tal manera que puedan ser objeto de sanciones en los casos en que incumplan los deberes aplicables según la naturaleza de sus actividades.

e. Ofrecimiento ilegal de seguros del exterior en Colombia

265. A pesar de que en el caso del contrato de seguro no existe un fenómeno de captación técnicamente hablando, sí se trata de una actividad en la cual se administran de manera masiva los recursos del público, con el propósito de atender las reclamaciones de los siniestros. Un eventual manejo indebido de estos recursos tiene la potencialidad de afectar

[82] La figura de ordenante puede ofrecer ciertas ventajas debido a que le facilita a los intermediarios alcanzar una mayor cantidad de clientes para que realicen inversiones en el mercado de valores. Lo anterior, en razón a que los ordenantes pueden tener el incentivo para ofrecer con mayor detalle una gestión de orientación y consejo, sobre la manera cómo se deben realizar las inversiones por medio de las entidades intermediarias en el mercado de valores. En adición a lo anterior, los ordenantes pueden suplir vacios de servicio debido a su modelo de negocios, como puede ser, por ejemplo atención personalizada, generación de una relación personal de confianza, visitas domiciliarias, entre otros.

[83] No se permite que el ordenante tenga más de 5 clientes en la respectiva entidad no pertenecientes a su núcleo familiar. Obliga además a los intermediarios de valores a adoptar procedimientos para que los clientes tengan claro que los ordenantes no son funcionarios de las mismas, mucho menos comisionistas, y a informar cuáles son las implicaciones de actuar por medio de un ordenante.

[84] En el ámbito internacional, y específicamente en EEUU. se introdujo la figura referida, la cual hace referencia a la actividad que presta una persona en el asesoramiento patrimonial y de inversiones en valores, seguridad social, seguros, entre otros. Dicha actividad consiste en el suministro de información sobre el manejo general de los activos y pasivos de una persona o familia. En diferentes jurisdicciones se ha establecido que está actividad se encuentra sujeta a autorregulación, con el fin de elevar los estándares de la misma. Como consecuencia, se han adoptado ciertas normas básicas para la industria, como por ejemplo el deber de información a los clientes sobre la naturaleza del negocio, la obligación de estar certificados, entre otros. En Australia para poder realizar las actividades de planificador financiero primero se debe obtener una licencia como asesor en inversión. Esta certificación acredita que los profesionales de la planificación financiera gocen de un mínimo de conocimientos y requerimientos técnicos. Estos requerimientos están establecidos en el *Regulation Act* 146. (*Regulatory Guide 146. Licensing training of financial Product Adviser*). En Malasia, aparte de la necesidad de obtener la certificación como asesor financiero, se necesita que los aspirantes sean miembros de un organismo de autorregulación de esta profesión reconocida por las respectivas autoridades locales.

materialmente los intereses financieros del público, con la posibilidad de generar incluso inestabilidades sistémicas para el sistema financiero en general.

266. Desde hace algunos años se ha presentado en Colombia el fenómeno del ofrecimiento de seguros del exterior por medio de corredores de aseguradoras foráneas. Lo anterior, desconociendo el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, el cual prohíbe la celebración en el territorio nacional de operaciones de seguros con entidades no autorizadas para desarrollar la actividad aseguradora en Colombia o hacerlo con agentes o representantes que trabajen para las mismas[85]. No obstante, existen firmas que están ofreciendo amparos de vida en Colombia y planes de inversión para jubilación anticipada que superan 20 por ciento anual de rentabilidad[86].

267. Los colombianos que adquieren pólizas de seguro expedidas por entidades extranjeras con la expectativa de cubrir eventuales siniestros, enfermedades o muerte, se enfrentan a la posibilidad de incumplimiento. En estos eventos pueden presentarse dificultades para reclamar el pago de las pólizas correspondientes.

268. Como en los casos de la actividad irregular en materia financiera y de valores, algunas definiciones estaban pendientes de ser ajustadas con el fin de proveer a las autoridades de mejores herramientas para combatir esta situación. Un ajuste afortunado en la regulación ya fue incluido en la reforma financiera del año 2009 recientemente aprobada por el Congreso. En efecto, de acuerdo con la nueva regulación, ahora es claro que los agentes de seguros solamente pueden realizar labores de intermediación de seguros de compañías extranjeras en el territorio colombiano o a sus residentes, únicamente en relación con los seguros previstos en el parágrafo primero del artículo 39 del EOSF.[87] Ahora bien, de conformidad con lo establecido en el parágrafo primero del mencionado artículo, salvo en algunos casos de seguros especiales, las compañías de seguros del exterior no podrán ofrecer, promocionar o hacer publicidad de sus servicios en el territorio colombiano o a sus residentes.

269. Este es un avance importante en la regulación dado que en la estructura regulatoria anterior, la prohibición de que trata el artículo citado podía eludirse simplemente celebrando o afirmando que el contrato se ha celebrado en el extranjero, a pesar de que la publicidad del producto se hubiera orientado claramente hacia los colombianos.

---

[85] Artículo 39: "Salvo lo previsto en los parágrafos del presente artículo, queda prohibido celebrar en el territorio nacional operaciones de seguros con entidades extranjeras no autorizadas para desarrollar la actividad aseguradora en Colombia o hacerlo con agentes o representantes que trabajen para las mismas.
Parágrafo 1º. Las compañías de seguros del exterior podrán ofrecer en el territorio colombiano o a sus residentes, única y exclusivamente, seguros asociados al transporte marítimo internacional, la aviación comercial internacional y el lanzamiento y transporte espacial (incluyendo satélites), que amparen los riesgos vinculados a las mercancías objeto de transporte, el vehículo que transporte las mercancías y la responsabilidad civil que pueda derivarse de los mismos, así como seguros que amparen mercancías en tránsito internacional.
La Superintendencia Financiera de Colombia podrá establecer la obligatoriedad del registro de las compañías de seguros del exterior que pretendan ofrecer estos seguros en el territorio nacional o a sus residentes.
Salvo lo previsto en el presente parágrafo, las compañías de seguros del exterior no podrán ofrecer, promocionar o hacer publicidad de sus servicios en el territorio colombiano o a sus residentes."

[86] Entre estas se encuentran Citizens, Cica Life, National Western, BMI y Lucxon Group. Ver: Se multiplican las aseguradoras ilegales en el país, en: http://www.larepublica.com.co//archivos/FINANZAS/2009-04-15/se-multiplican-las-aseguradoras-ilegales-en-el-pais_71700.php

[87] Artículo 40, numeral "7. Prohibición de vender, ofrecer, promocionar y hacer publicidad de pólizas de seguros de entidades extranjeras. Los agentes de seguros podrán realizar labores de intermediación de seguros de compañías extranjeras en el territorio colombiano o a sus residentes, únicamente en relación con los seguros previstos en el parágrafo primero del artículo 39 del presente estatuto."

5. Elementos a considerar para el fortalecimiento de la regulación

270. La crisis financiera internacional es un fenómeno de gran complejidad en razón a la diversidad de factores que la generaron. Son muchas las materias en las cuales sería posible formular propuestas o acoger recomendaciones ya expuestas en diversos estudios internacionales recientemente publicados y recogidas en el capítulo 2.j del presente documento. Adicionalmente, en el anexo de este estudio se relacionan a tres columnas las más importantes recomendaciones y el estado de regulación colombiana al respecto.

271. Sin perjuicio de la importancia de tales recomendaciones, en este acápite se incorporan algunas propuestas o sugerencias orientadas a resolver las problemáticas específicas que enfrenta el mercado financiero y de valores nacional en el contexto de la crisis.

272. Se hace referencia en primer lugar a los aspectos de la estructura de regulación y supervisión del sistema financiero colombiano, con el fin de aportar en la discusión sobre los aspectos que no deben ser objeto de modificación. Lo anterior, con el convencimiento de que la incorporación de ajustes a un esquema que ha probado ser adecuado sería un retroceso en los estándares de regulación y se afectaría innecesariamente el desarrollo del mercado.

273. Se presenta también una relación de materias sobre las cuales se considera importante incorporar ajustes regulatorios. Considerando el objeto de este documento, se hace énfasis en las reformas que reducen el riesgo de afectación a los inversionistas y ahorradores locales en casos de crisis de gravedad.

a. Aspectos que no deben ser objeto de modificación: estructura de regulación y supervisión del mercado financiero

274. A raíz de la discusión sobre estructura regulatoria y supervisora del mercado financiero de los países desarrollados, es natural sugerir que la ocasión debe ser aprovechada para analizar la estructura de regulación y supervisión colombiana, y proponer ajustes relacionados con las lecciones aprendidas.

275. Es claro que Colombia vive una situación diferente a la que se presenta en países desarrollados, y muchos de los vacíos y falencias de la estructura regulatoria observada en países como EEUU, no son predicables en el caso colombiano.

276. En Colombia existe un conjunto de normas de carácter prudencial para el sector financiero, relacionadas con la solvencia (capitales mínimos y capital adecuado), las provisiones anticíclicas, la liquidez, la clasificación de cartera e inversiones, entre otros, que constituyen un régimen prudencial robusto para salvaguardar los recursos del sistema. Más importante quizás, es que la estabilidad del sistema financiero ha sido protegida desde una óptica macroprudencial con la actuación coordinada entre la supervisión financiera a cargo de la SFC y las políticas monetarias anticíclicas del Banco de la República.

277. En cuanto a la estructura de supervisión, es importante destacar que la discusión que se está dando en los mercados internacionales no ha estado enfocada a unificar las labores de regulación y supervisión en los bancos centrales. El punto más importante, con independencia de si esa labor se adelanta por la autoridad monetaria, por un supervisor estatal o por ambos, es la necesidad de consolidar la información del mercado para poder adelantar una supervisión efectiva.

278. Respecto los estándares de supervisión microprudencial y medición de riesgos es claro que Colombia ha avanzado sustancialmente en materia de implementación de sistemas de administración y adopción de prácticas internacionales de control interno. Sin embargo, estas medidas deben acompañarse de estándares de independencia del supervisor, de manera que no se expongan a presiones políticas o influencia indebida de la industria. Para esto, por ejemplo, se puede establecer que el superintendente financiero tenga un periodo fijo y que se le preste apoyo jurídico en caso de que sea demandado por acciones legítimas adoptadas durante el ejercicio de su cargo.

279. A diferencia de lo que ocurrió en los Estados Unidos, en Colombia la estructura supervisora del mercado financiero colombiano permite la supervisión consolidada del mismo. Por lo tanto, no se considera conveniente introducir ajustes a dicha estructura, que de hecho ha probado su utilidad para limitar el efecto contagio de la crisis internacional.

280. La crisis financiera dejó en evidencia que hay riesgos que sólo pueden ser observables a nivel de los conglomerados financieros y que la salud individual de cada entidad financiera depende en parte de la situación de su grupo económico. Con independencia del vehículo jurídico bajo el cual se constituya una entidad o grupo de entidades, cuando su interrelación, tamaño y apalancamiento presentan un riesgo para estabilidad del sistema financiero, el conglomerado debe ser objeto de obligaciones de información e incluso vigilancia del supervisor. La propuesta de reforma financiera, presentada al Congreso de la República en febrero de 2008, incluía mayores facultades a la SFC para solicitar información de cualquier persona jurídica miembro de un conglomerado con el cual tuviese relación una entidad financiera y permitía a la SFC negar la constitución de entidades miembros de conglomerados financieros complejos o no tranparentes. A la luz de las recomendaciones internacionales valdría la pena retomar esta iniciativa, la cual hace parte integral de la propuesta de reforma presentada en los EEUU.

b. Aspectos que podrían ser objeto de modificación

281. Existen oportunidades para mejorar el diseño actual de la estructura de la regulación financiera nacional con el propósito de proteger de manera más efectiva a los ahorradores e inversionistas locales. Primero, se deben evaluar las ventajas de extender el cerco regulatorio sobre cualquier producto que involucra la administración de recursos de terceros o el ofrecimiento de productos financieros de inversión, con el propósito de obtener rentabilidades. Segundo, resulta oportuno revisar los criterios mediante los cuales se determinan las actividades que sólo pueden ser adelantadas por las entidades vigiladas. Por último, se deben evaluar alternativas para limitar la actividad de ofrecer al público productos que son privativos de las entidades vigiladas. Dichas recomendaciones pretenden dotar de mayores herramientas a las entidades de supervisión y control, fortaleciendo aún más la acción preventiva y correctiva que vienen adelantando en relación con servicios no autorizados.

282. Vale la pena destacar que en la Reforma Financiera se fortalece la protección del consumidor financiero e inversionista mediante la figura del defensor del cliente. Esto sin duda es un paso adecuado en términos de mejorar la estructura regulatoria y es concordante con los principios orientadores de la propuesta de reforma presentada en los EEUU.

283. Los servicios financieros en Colombia pueden clasificarse en tres categorías según el tipo de estándar regulatorio que deben cumplir. Hay actividades que se encuentran en un primer nivel, el cual denominados “zona blanca”, que corresponde a los productos y servicios que se ofrecen por instituciones constituidas en Colombia, y se encuentran sujetos a los más altos estándares regulatorios.

284. Las actividades que se encuentran en la "zona gris" corresponden a productos que cuentan con algún nivel de regulación, existiendo un espacio para el fortalecimiento de los estándares normativos. Entre tales servicios se encuentra el ofrecimiento a residentes en Colombia por parte de entidades extranjeras de productos y servicios a través de oficinas de representación y contratos de corresponsalía. Como se explicó, los estándares regulatorios aplicables a estas actividades no fueron suficientes y se presentó un canal de transmisión indirecto de la crisis al sistema financiero.

285. Otros servicios o productos que se prestan ilegalmente y bajo ninguna regulación se denominan "zona negra". Este tipo de actividades genera un gran riesgo para los ahorradores e inversionistas erosionando la confianza del público.

286. Resulta oportuno anotar que la mayoría de actividades que se relacionan en este cuadro corresponden a operaciones "pasivas", es decir contratos en los cuales la entidad financiera recibe recursos con un compromiso de inversión o depósito y posterior reembolso, ya sea mediante el pacto de retornos fijos o variables. En otros casos, son actividades propias de la intermediación de valores, dado que mediante ellas se facilita el acceso de los clientes al mercado de valores y de otros activos financieros que cumplen una función económica asimilable.

Zona	Mercado de Valores y otros activos financieros de inversión (Bursátil)	Mercado de Depósito (Financiero)	Seguros (Asegurador)
Blanca	• Carteras Colectivas • Portafolios de Terceros • Contrato de Comisión • Compraventa de valores en mercado mostrador	• Cuenta Corriente • Cuenta de Ahorro • CDTs y CDATs	• Contrato de Seguros
Gris	• Oficinas de Representación • Contratos de Corresponsalía • Forex[88]	• Oficinas de Representación • Contratos de Corresponsalía	• Servicios asimilables (Ej. Pago anticipado de servicios Funerarios)
Negra	• Mesas de dinero irregulares • Ordenantes	• Pirámides • Captadores Ilegales	• Ofrecimiento de servicios de seguros del exterior

287. Solamente los productos que se encuentran en la zona blanca están sujetos a estándares que aseguran altos niveles de protección a los intereses de los inversionistas y ahorradores. En consecuencia, el objetivo de la regulación debe ser el de hacer que todos los demás productos desaparezcan o se muevan hacia la zona blanca.

288. Varios factores han permitido la creación de las zonas grises y negras mencionadas. Las propuestas regulatorias que se discuten adelante buscan enfrentar esta problemática.

i. Definición de las actividades y servicios de inversión que deben ser sujetas a vigilancia por parte del Gobierno

289. La Constitución Política de Colombia ha establecido que las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público están sujetas a la inspección, vigilancia y control por parte del

[88] La Resolución 4 de 2009 del Banco de la República estableció que los productos de Forex sólo pueden ser ofrecidos por IMC's. No obstante, los intermediarios vigilados no han comenzado a ofrecer este producto de manera masiva y por lo tanto no son claros los estándares de conducta y trazabilidad de operaciones sobre la materia.

Gobierno. Lo anterior, teniendo en cuenta que mediante tales actividades se puede afectar de manera material el interés público.

290. No obstante la claridad del postulado anterior, en ocasiones la regulación puede no ser suficientemente precisa o comprensiva, al delinear la frontera entre las actividades que deben ser objeto de especial regulación y vigilancia estatal, y aquellas que no deben estar sujetas a dicho estándar. Esto hace que actividades que generan alto riesgo social por involucrar el manejo de recursos de terceros no esté sujeta a unos estándares regulatorios adecuados.

291. La regulación actual deja por fuera activos mediante los cuales se pueden ofrecer alternativas de inversión que no se enmarcan dentro de la definición de valores, pero que por su naturaleza fungible pueden ser utilizados para cumplir una función económica muy similar. Tal es el caso de las divisas, activo que sin ser técnicamente un valor, ha dado lugar al desarrollo de una importante industria mediante la cual se ofrece a los particulares una atractiva alternativa de inversión.

292. Tomando como referencia EEUU., la definición de valor incluye el concepto de contrato de inversión. Su definición está dada por la jurisprudencia a través del *test de Howey*[89]. Este incluye, a grandes rasgos, los siguientes elementos: (i) inversión de dinero, (ii) en una empresa común, (iii) con la expectativa de obtener un retorno, (iv) que depende de los esfuerzos de otro.

293. Cualquier activo de inversión que pueda surgir bajo diferentes estructuras jurídicas en razón a la dinámica e innovación propia de los mercados financieros, genera riesgos al público inversionista, lo cual hace necesario evaluar si deben asimilarse a los valores. De esta manera, la intermediación de tales instrumentos quedaría restringida a entidades que cumplen con altos estándares de control interno y supervisión, al estar sujetas a la inspección y vigilancia de la SFC. De otro lado, se podría predicar en relación con la negociación de tales activos todo el catálogo de obligaciones propias de los intermediarios de valores que se han desarrollado para fortalecer la transparencia del mercado y la confianza del público. Entre tales deberes se encuentran los de administración de conflictos de interés, separación de activos y mejor ejecución, entre otros.

294. Con el fin de atacar esta problemática sería conveniente evaluar alternativas de ajuste regulatorio tales como: (i) Ajustar el concepto general de valor que se incorporó en la Ley 964 de 2005 para incluir de manera expresa en dicha definición a los activos financieros fungibles que por sus condiciones de negociación se conviertan en una alternativa de inversión o especulación con el propósito de obtener retornos financieros. (ii) Establecer vía regulación que tales activos financieros se consideran valores o son asimilables a valores, dado que cumplen con los elementos fundamentales de la definición contenida en la citada Ley. Lo anterior, teniendo en cuenta que el listado de que trata el artículo 2 de la misma es de naturaleza enumerativa y podría ser desarrollado por el Gobierno.

295. Dentro del surgimiento de servicios relacionados con la actividad financiera o de valores que no son reconocidos por la regulación está el realizado por los ordenantes ya explicado en la sección 4.d. Este servicio hoy en día no es considerado como actividad de intermediación pero se realiza de manera masiva con la potencialidad de afectar el interés público. La ausencia de regulación sobre la materia permite que algunos individuos administren grandes capitales de terceros sin ningún tipo de estándar o régimen de responsabilidad.

296. Tampoco existen mecanismos efectivos que le permitan a las autoridades actuar eficientemente frente este tipo de irregularidades, dado que quienes las desarrollan pueden encontrar un velo de legalidad de manera relativamente fácil, al calificarse como

[89] Ver: (Soderquist, 2005).

mandatarios de terceros. Lo anterior se agrava si se tiene en cuenta que en algunos eventos la figura de los ordenantes puede ser completamente legítima, como ocurre en el caso de las relaciones familiares o en el de los administradores de sociedades.

297. Existen diferentes alternativas regulatorias que podrían considerarse. Una opción consistiría en restringir la actividad de los ordenantes independientes, de tal manera que este servicio solamente pueda ser prestado a través de personas naturales vinculadas a los intermediarios, mediante la utilización de los productos autorizados como podría ser la administración de portafolios de terceros. Otra alternativa consistiría en regular la actividad de los ordenantes, mediante el establecimiento de estándares de profesionalismo y registro, y la imposición de deberes en favor de sus clientes. Entre tales deberes se pueden citar aquellos orientados a propender por una debida administración de los conflictos de interés. Igualmente, sería posible establecer restricciones a este tipo de participantes, como la prohibición para la disposición de recursos de terceros.

ii. Concepto de captación masiva y habitual y las actividades privativas a entidades vigiladas

298. Uno de los conceptos que fundamentan la estructura regulatoria de la actividad financiera y de valores en Colombia es el concepto de captación masiva y habitual, el cual se encuentra incorporado en el Decreto 3227 de 1982, modificado por el Decreto 1981 de 1988.

299. La relevancia del concepto de captación se reitera al observar que éste se incorporó en el artículo 189 numeral 24 de la Constitución Política de Colombia, al otorgarle al Presidente de la República la función de ejercer la inspección, vigilancia y control sobre las personas que realicen actividades de aprovechamiento e inversión de recursos captados del público.

300. De igual forma, la Ley 964 de 2005 utiliza el concepto de captación como piedra angular para definir el alcance de la intervención del Gobierno, y el concepto mismo de valor. Así, el artículo 1 de la citada Ley establece que el Gobierno ejercerá la intervención en el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores. Por su parte, al definir el concepto de valor, establece que éstos son derechos negociables que hacen parte de una emisión, cuando tengan por objeto o efecto la captación de recursos del público.

301. De otro lado, en la Ley 599 de 2000 se tipifica como delito la participación en actividades de captación masiva y habitual, estableciendo penas de prisión y multa[90].

302. El citado concepto reviste crítica importancia para la estructura regulatoria Colombiana, teniendo en cuenta que es a través de éste que se determina cuáles son las actividades que de manera privativa pueden ser adelantadas por entidades financieras. En consecuencia, la revisión de dicho concepto puede ser un paso importante dentro del propósito de proteger de manera más efectiva a los ahorradores e inversionistas locales.

303. Es importante mencionar que con ocasión de la emergencia social decretada por el Gobierno el 17 de noviembre de 2008[91] se declaró la intervención del Gobierno con el fin de suspender algunas actividades consideradas irregulares. En adición a la captación no autorizada se incluyó en la normatividad el concepto de "recaudos no autorizados, tales como pirámides, tarjetas prepago, venta de servicios y otras operaciones y negociaciones masivas, (que) generan abuso de derecho y fraude a la ley al ejercer la actividad financiera irregular"[92].

[90] Artículo 316 de la Ley 599 de 2000, modificado por el Decreto 4336 de 2008.
[91] Mediante Decreto 4333 de 2008
[92] Decreto 4334 de 2008, artículo 2.

304. El concepto de "recaudos no autorizados" citado ha resultado sin duda importante para conjurar la crisis social que vivió el país a raíz de los fenómenos de pirámides y similares descritos anteriormente en este documento. Dicho concepto complementó el concepto tradicional de captación masiva y habitual, fortaleciendo la regulación financiera y de valores.

305. Eventos recientes ocurridos en Colombia y en otras jurisdicciones muestran que los esquemas para obtener recursos del público se reinventan constantemente bajo diferentes estructuras jurídicas, por lo cual resulta de la mayor importancia evitar que la regulación quede rezagada.

306. Sería conveniente evaluar alternativas que permitan hacer más comprensivo el concepto de captación, teniendo en cuenta la importancia estructural del mismo en la regulación financiera. No obstante, el rol estructural del concepto de captación hace que cualquier iniciativa deba ser estudiada con el mayor rigor. Sin perjuicio de tal circunstancia, a continuación se relacionan algunos de los aspectos relevantes para trabajar en cualquier propuesta.

307. El término "captación" tiene diferentes acepciones. La tradicional definición de captación masiva y habitual es la regulada por el Decreto 3227 de 1982. De acuerdo con dicha norma, el concepto de captación está asociado a la existencia de un número de obligaciones para con el público, un número de contratos de mandato bajo la modalidad de libre administración y la realización de operaciones repo sobre títulos de crédito o inversión[93]. Lo anterior, siempre y cuando se verifique la presencia de condiciones relativas a la relación entre el monto de los dineros recibidos y el patrimonio líquido de la entidad o al hecho de que los recursos hayan sido obtenidos como resultado de ofertas públicas.

308. La Constitución Política de Colombia y la Ley 964 de 2005 hacen referencia al concepto de captación, sin calificación adicional. Estas acepciones parecerían ser diferentes al concepto de captación masiva y habitual. Por lo menos en el caso de la Ley del Mercado de Valores, existen circunstancias que son entendidas como captación a través de valores, sin que en relación con las mismas se observen los elementos de la captación masiva y habitual a la luz del Decreto 3227 de 1982. En efecto, en dicha Ley se establece que una forma de captación mediante valores es la emisión de acciones[94], dado que tal instrumento permite la obtención de recursos. No obstante, mediante la emisión de acciones no surgen las obligaciones propias del concepto de captación masiva y habitual, como las relaciones crediticias o la suscripción contratos de mandato para la libre administración de recursos.

---

[93] Decreto 3227 modificado por el Decreto 1981 de 1988.
Para los efectos del Decreto 2920 de 1982 se entiende que una persona natural o jurídica capta dineros del público en forma masiva y habitual en uno cualquiera de los siguientes casos:
1.- Cuando su pasivo para con el público está compuesto por obligaciones con más de veinte (20) personas o por más de cincuenta (50) obligaciones, en cualquiera de los dos casos contraídas directamente o a través de interpuesta persona.
Por pasivo para con el público se entiende el monto de las obligaciones contraídas por haber recibido dinero a título de mutuo o a cualquiera otro en que no se prevea como contraprestación el suministro de bienes o servicios.
2.- Cuando, conjunta o separadamente, haya celebrado en un período de tres(3) meses consecutivos más de veinte (20) contratos de mandato con el objeto de administrar dineros de sus mandantes bajo la modalidad de libre administración o para invertirlos en títulos o valores a juicio del mandatario, o haya vendido títulos de crédito o de inversión con la obligación para el comprador de transferirle la propiedad de títulos de la misma especie, a la vista o en un plazo convenido, y contra reembolso de un precio.
Para determinar el período de los tres (3) meses a que se refiere el inciso anterior, podrá tenerse como fecha inicial la que corresponda a cualquiera de los contratos de mandato o de las operaciones de venta.
PARÁGRAFO 1. En cualquiera de los casos señalados debe concurrir además una de las siguientes condiciones:
a). Que el valor total de los dineros recibidos por el conjunto de las operaciones indicadas sobrepase el 50% del patrimonio líquido de aquella persona; o
b). Que las operaciones respectivas hayan sido el resultado de haber realizado ofertas públicas o privadas a personas innominadas, o de haber utilizado cualquier otro sistema con efectos idénticos o similares.

[94] Ley 964 de 2005, artículo 2. De acuerdo con la Ley, mediante los valores (en este caso acciones), se captan recursos del público.

309. Teniendo en cuenta la importancia estructural del concepto de captación, y el hecho de que éste resulta fundamental para definir cuáles actividades pueden ser adelantadas de manera exclusiva por entidades vigiladas, sería aconsejable evaluar el impacto de la existencia de diferentes acepciones.

310. Otro aspecto que debe ser considerado es la incorporación de un concepto nuevo similar o relacionado al de captación, como es el de "recaudos no autorizados", mediante el Decreto 4334 de 2008. En principio, parecería que esta actividad debe incluirse dentro del concepto de captación o captación masiva y habitual dado que su propósito es, igualmente, el de restringir una actividad que puede generar un impacto social y por lo tanto sólo puede ser ofrecido por entidades con la licencia del Gobierno. Si bien el concepto de recaudos no autorizados ha sido de utilidad para conjurar la crisis social no parecería existir alguna razón técnica que justifique la creación de un concepto adicional.

311. La definición tradicional del concepto de captación masiva y habitual involucra una importante carga probatoria para las autoridades. En efecto, siempre será necesario probar la existencia de contratos que generen pasivos, o contratos de libre administración, entre otros. Para tal efecto, es necesario desplegar una gestión que puede resultar costosa, compleja y consumir demasiado tiempo, dado que se requiere recaudar documentos o declaraciones que sean considerablemente concluyentes para afirmar que existen los citados contratos.

312. A pesar de los retos que impone la regulación, la SFC ha tomado medidas concretas en contra de captadores ilegales[95]. Sin embargo, la dificultad propia para combatir los fenómenos de actividad financiera en la sombra requiere contar con todos los mecanismos regulatorios posibles. En el caso de la captación masiva y habitual podría considerarse que el solo hecho de ofrecerse al público como una entidad que administra recursos ofreciendo retornos podría ser considerado como captación, sin que sea necesario demostrar la existencia de contratos específicos o considerar el monto de los recursos frente al patrimonio de la entidad.

313. En conclusión, se observa que los recientes hechos han demostrado que una revisión del concepto de captación podría generar mayor claridad sobre cuáles son exactamente las conductas que resultan ser privativas de las entidades vigiladas, así como incrementar la oportunidad y efectividad de las autoridades para combatir fenómenos irregulares. Lo anterior, sin perjuicio de la necesidad de estudiar cualquier otro aspecto relacionado con la definición actual de captación, considerando el rol de dicho concepto como piedra angular de la regulación financiera.

iii. Ofrecimiento al público de productos o servicios privativos de los intermediarios de valores

314. En otras jurisdicciones uno de los criterios fundamentales para definir el concepto de actividad restringida a personas sujetas a la supervisión del mercado, es el de "ofrecimiento" o la "actividad comercial de buscar clientes" o *soliciting*. De acuerdo con este criterio, el hecho de adelantar actividades mediante las cuales se ofrezca al público la alternativa de invertir en valores, ofrecimiento de retornos por administración de recursos o ofrecer la venta de coberturas frente a siniestros, debe ser considerado en sí mismo una actividad regulada con independencia del tipo de contrato o la denominación que se utilice.

315. Por regla general, la actividad consistente en mostrarse ante el público como alguien que de manera rutinaria o profesional presta servicios mediante los cuales se acerquen los ahorradores e inversionistas al mercado, genera un riesgo para el interés público. Lo anterior, dado que una falla en este tipo de servicio, como cuando se incumple la expectativa

[95] Ver Resolución 0471 de 2009 – Caso de la sociedad Mutually Global Investment Ltda

de rentabilidad o se pierden los recursos, puede derivar en una afectación material de la confianza para canalizar esos excedentes financieros a través canales de intermediación financiera tradicional, así como por medio de acciones, bonos, u otros valores. Este daño a la confianza afecta materialmente las posibilidades de expandir los servicios financieros y de desarrollo de un mercado de valores.

316. Hoy en día no es claro que la actividad de ofrecer al público de manera masiva la posibilidad de realizar, facilitar, o gestionar operaciones sobre valores, sea una actividad restringida sólo a las entidades vigiladas. Por el contrario, puede ser posible que un particular desarrolle profesionalmente y de manera pública una gestión de canalización de recursos a través del ofrecimiento masivo, sin que por ese solo hecho pueda ser requerido o sancionado por las autoridades.

317. En la medida en que la actividad descrita tiene como propósito inequívoco el de acercar a demandantes y oferentes de valores de manera habitual o profesional, debería establecerse en la regulación que tal actividad solamente puede ser llevada a cabo por parte o a través de una entidad intermediaria de valores.

318. Una de las grandes ventajas de la mencionada aproximación regulatoria es que facilita la gestión de control de las autoridades, teniendo en cuenta que la actividad regulada se define en este caso a partir de hechos objetivos cuya prueba tiene una menor complejidad, en comparación con las demás actividades reguladas. En efecto, demostrar la realización de un contrato de comisión por parte de una entidad no regulada, con el fin de reprochar disciplinariamente una infracción, requiere demostrar la existencia del contrato, en primer lugar. En ausencia de pruebas sobre el tipo de relación jurídica resulta considerablemente complejo demostrar, por ejemplo, que una operación entre dos partes no reguladas directamente hacía parte de un contrato de comisión para la compra y venta de valores.

319. Si el ofrecimiento de servicios o la actuación como profesional del mercado frente a clientes inversionistas también se considerasen como actividades privativas de los intermediarios, bastaría a las autoridades demostrar el hecho externo del ofrecimiento o la existencia de una gestión de compraventa de valores con clientes inversionistas de manera reiterada, habitual o profesional. En tales casos, sería suficiente prueba la publicidad en prensa, o la realización reiterada de operaciones con terceros, sin necesidad de entrar a demostrar la naturaleza jurídica de los contratos.

320. La anterior precisión regulatoria cubre situaciones como el ofrecimiento de servicios de compra y venta de valores de manera masiva a clientes inversionistas y el principio acogido en la regulación nacional consistente en que las entidades extranjeras no pueden ofrecer servicios financieros o de valores a residentes en Colombia, salvo cuando se utilicen oficinas de representación o contratos de corresponsalía.

iv. Facilitar controles desde el punto de la demanda de servicios

321. El ejercicio de la función correctiva por parte del Estado en relación con las entidades que se encuentran en la “zona negra”, resulta considerablemente costosa. La necesidad de coordinación entre autoridades administrativas y penales, la utilización de fachadas legales que ocultan la identidad de los verdaderos promotores de las actividades irregulares, y la utilización de estrategias legales para dificultar la acción de las autoridades son algunos de los hechos que pueden disminuir la efectividad de la acción estatal. Lo anterior resulta especialmente grave cuando la cantidad de entidades que ofrecen servicios irregulares se multiplica, convirtiéndose en un fenómeno generalizado.

322. Esto no significa que se deba suspender o reducir el esfuerzo que vienen haciendo las autoridades para contrarrestar esta problemática. Sin duda, la continuidad en las actividades correctivas es una parte fundamental de la solución. Sin embargo, la complejidad del

problema sugiere la necesidad de utilizar mecanismos adicionales que contribuyan de manera efectiva a reducir la existencia de servicios financieros y de valores pertenecientes a la franja negra.

323. Uno de estos mecanismos podría ser el de sistemas de alertas de mercado, mediante el cual las autoridades puedan publicar listados de entidades que no se encuentren inscritas en el RNAMV como intermediarios o no se encuentren autorizadas para desarrollar actividades de captación masiva y habitual. Este listado podría construirse a partir de las solicitudes de los ahorradores, inversionistas y el público en general, cuando acuden a las autoridades con el fin de verificar si una determinada entidad o persona se encuentra autorizada para adelantar actividades financieras. Es importante aclarar que el listado al que se hace referencia debe limitarse al hecho objetivo de no ser una entidad vigilada por la SFC[96].

324. Sin duda la existencia de sistemas de alerta, junto con los deberes de conocimiento del cliente, pueden facilitar que los intermediarios de valores legales decidan por precaución legal y comercial no sostener relaciones comerciales con entidades cuyas prácticas observadas den lugar a la existencia de indicios sobre la realización de actividades irregulares.

325. Para efectos de lo anterior, resulta de la mayor importancia establecer que el ofrecimiento de servicios de intermediación es una actividad privativa de los intermediarios de valores como se mencionó en la sección anterior.

v. Oficinas de Representación y Contratos de Corresponsalía

326. En las secciones 3.b.i y 3.b.ii se hizo referencia al caso de las oficinas de representación y contratos de corresponsalía, y se incluyeron algunas sugerencias puntuales. En adición a lo consignado en dichos acápites, resulta oportuno reconsiderar la política general que ha orientado la regulación sobre ofrecimiento de entidades extranjeras.

327. Se sugiere estudiar la conveniencia de aceptar por regla general que las oficinas de representación y los contratos de corresponsalía sean el único canal para que cualquier entidad extranjera ofrezca sus servicios en Colombia, con independencia de su origen y de las características de los productos. Lo anterior sin perjuicio del caso de tratados de libre comercio en los cuales se haya involucrado una cláusula de tratamiento nacional a las entidades del extranjero.

328. La gestión de publicidad y promoción a través de oficinas de representación o contratos de corresponsalía debe autorizarse exclusivamente a entidades provenientes de jurisdicciones reconocidas.

329. Se debe validar que los servicios ofrecidos por parte de las entidades extranjeras correspondan a estándares similares a los servicios que pueden adelantar las entidades nacionales de acuerdo con la regulación local. En caso contrario se genera un arbitraje no razonable en contra de las entidades constituidas en Colombia. En la misma línea, no hace sentido considerar que determinado producto no puede ser ofrecido por locales en razón a su riesgo o características, pero sí puede ser ofrecido por una entidad internacional. Tal podría ser el caso, a título de ejemplo, de las cuentas de margen sobre divisas. En efecto, de llegarse a considerar que tales operaciones no pueden ser ofrecidas por entidades locales, no es razonable que entidades internacionales las puedan ofrecer a locales a través de oficinas de representación o contratos de corresponsalía.

[96] La SEC ha implementado un programa de esta naturaleza denominado *Public Alert: Unregistered Soliciting Entities (PAUSE)*.

330. Finalmente, y reiterando lo señalado en la sección 4, se debe revisar la regulación con el fin de asegurar que los productos que se ofrecen a través de oficinas de representación o corresponsalía estén sujetos a unos estándares de conducta y deberes similares a los que se han establecido a cargo de los intermediarios de valores.

6. Conclusiones

331. La arquitectura financiera global se encuentra en proceso de reestructuración a partir de la mayor crisis internacional desde los años treinta. El impacto en Colombia ha sido moderado, en parte gracias a la privilegiada posición del sistema financiero, el cual no se ha visto en la necesidad de restringir la actividad crediticia en forma significativa como ha sido el caso en la mayoría de jurisdicciones desarrolladas.

332. El origen de la crisis corresponde a variados elementos que surgieron a partir de la amplia liquidez y desbalances macroeconómicos en economías desarrolladas durante gran parte de la década de los noventa y hasta mediados de 2007. Desde la óptica de los mercados financieros, la innovación financiera no estuvo adecuadamente acompañada de regulación y supervisión, lo que permitió la subvaloración de riesgos e incentivó al apalancamiento. Adicionalmente, los efectos procíclicos de la regulación prudencial amplificaron el ciclo económico durante el boom y han afectado el restablecimiento del canal crediticio, incluso a pesar de las medidas adoptadas por economías desarrolladas.

333. Al interior de las entidades financieras de las economías desarrolladas se sugieren cambios en el manejo de la actividad crediticia en el periodo de expansión del ciclo y en la transformación del riesgo de crédito en riesgo de mercado mediante titularizaciones, así como sobre la transparencia de estos productos. Se rescatan los elementos cualitativos de las prácticas de control interno como mecanismos necesarios para limitar la excesiva asunción de riesgos. Se enfatiza también en la necesidad de contar con adecuados pesos y contrapesos en la estructura de gobierno corporativo.

334. Respecto la estructura regulatoria, una recomendación a nivel global, es llevar a cabo procesos de supervisión macroprudencial con el fin de salvaguardar la estabilidad del sistema financiero. Esto involucra la acción coordinada del supervisor financiero y de la autoridad monetaria, así como el establecimiento de colchones contracíclicos en la regulación prudencial.

335. Se plantea la necesidad de llevar a cabo procesos de supervisión consolidada. Esto implica que el supervisor sea independiente y cuente con las herramientas suficientes para recopilar información sobre los riesgos de todo el sistema financiero y de las entidades relacionadas con este. Los supervisores deben estar en capacidad de observar la salud financiera y riesgos presentes en los conglomerados de las entidades vigiladas.

336. Se evidenciaron dificultades metodológicas en los procesos de calificación de riesgo que llevaron a una alta proporción de productos estructurados a ser calificados como AAA. Los conflictos de interés producto de la estructura de ingresos de las calificadoras y los servicios de asesoría también han sido reconocidos en la literatura como aspectos aceleradores de la crisis. Aún no hay consenso sobre cómo atacar dichas problemáticas. Ha quedado en evidencia que la objetividad e independencia de las calificadoras no es acorde con la confianza en ellas depositadas por parte de los inversionistas y reguladores, por lo tanto su credibilidad se ha visto seriamente afectada. Algunas propuestas internacionales señalan que la regulación gubernamental debería apoyarse lo menos posible en el uso de calificaciones.

337. La autorregulación a cargo de organismos externos independientes provee protección adicional a los inversionistas y mejora los estándares de integridad del mercado. La actuación coordinada entre los organismos de autorregulación y los reguladores estatales, junto con la supervisión que se ejerce sobre los primeros, permiten elevar estándares de manera alineada. La crisis ha desatado críticas a los modelos de desregulación en los

cuales cada entidad de manera independiente debía imponerse sus propias normas. Por el contrario, el modelo de autorregulación "externo-regulada" cuya implementación complementa la labor estatal no ha sido objeto de críticas. Las conclusiones de los análisis sobre estructuras regulatorias han señalado la utilidad de este modelo.

338. Se requiere también un mayor esfuerzo para combatir los fenómenos irregulares de captación de recursos. A partir de la crisis se hicieron evidentes en varias jurisdicciones innovaciones fraudulentas que permanecieron inadvertidas por las autoridades durante varios años. Lo anterior erosionó aún más la confianza de los inversionistas y suscitó interrogantes respecto la capacidad de las autoridades de algunas jurisdicciones para salvaguardar el ahorro del público. Como resultado se han propuesto avances en materia de protección al consumidor financiero y de los inversionistas.

339. En Colombia la principal afectación a la economía ha provenido del canal real. El aparato productivo se ha resentido a través de la reducción de la demanda externa por la vía exportaciones, la inversión extranjera, y además por el menor envío de remesas, entre otros. El foco del presente documento, sin embargo, no se refiere a estos fenómenos.

340. El contagio al sector financiero ha sido relativamente bajo. Lo anterior responde a la supervisión macroprudencial ejercida sobre todos los actores de la industria financiera por la Superintendencia Financiera de Colombia y a la implementación de una política monetaria prudente por parte del Banco de la República. El país cuenta con una normativa de administración de riesgos que sigue altos estándares y que ha sido fortalecida mediante exigencias de provisiones contracíclicas y requerimientos estrictos para la originación de crédito.

341. Estos factores han contribuido de manera importante para limitar los efectos del choque externo negativo y por lo tanto no se encontraron elementos que sustentaran la necesidad de proponer ajustes de fondo sobre la estructura de regulación y supervisión financiera en el país. En todo caso, la misma se puede fortalecer otorgando mayor independencia a la SFC y ampliando las facultades con que cuenta respecto los conglomerados financieros. Las propuestas de periodo fijo para el superintendente financiero, apoyo jurídico en el caso de demandas personales en su contra y posibilidad de la SFC para recopilar información de conglomerados financieros son iniciativas cuyo estudio debería retomarse.

342. Al igual que en economías desarrolladas, en Colombia se evidencian fenómenos de innovación fraudulenta con importantes repercusiones sociales. Para evitar el aprovechamiento indebido de recursos del público se plantean algunas propuestas para fortalecer la acción que vienen adelantando las autoridades. Fortalecer la protección de consumidores financieros e inversionistas es precisamente lo que se propone en el ámbito internacional y fue parte de lo que se hizo con la reforma financiera.

343. Resulta de la mayor importancia revisar aquellos elementos de la estructura regulatoria que se pueden fortalecer para restringir la realización de las actividades irregulares. Se sugiere revisar la definición de captación masiva y habitual, para que sea objeto de actualización y se compatibilice con el principio de salvaguardar el interés público al que alude la Constitución, la Ley 964 de 2005 y los conceptos incorporados mediante el Decreto 4333 de 2008. También se debe incorporar como parte de la supervisión aquellos activos que si bien no se enmarcan técnicamente en la definición de valores, por su naturaleza, liquidez y fungibilidad pueden utilizarse como alternativa de inversión o especulación con el propósito de obtener retornos financieros. El ofrecimiento al público para realizar, facilitar o gestionar operaciones sobre activos financieros, incluyendo valores, debe ser considerada como una actividad de intermediación.

344. Se debe verificar, a la luz de la crisis internacional, el tratamiento de las oficinas de representación y contrato de corresponsalía, en la medida que la confianza por extensión

está siendo objeto de críticas alrededor del mundo y constituye un mecanismo de transmisión indirecto de la crisis al sistema financiero colombiano.

7. Bibliografía

Ashcraft, A. B., & Schuermann, T. (2008). *Understanding the securitization of Subprime Mortgage Credit.* Federal Reserve Bank of New York Staff Reports.

Asobancaria. (2008). *Financiación de Vivienda y Titularización Hipotecaria: Diferencias entre Colombia y Estados Unidos.* Semana Económica No. 679.

Asobancaria. (Noviembre de 2007). *Gestión de Riesgos en la Banca: Avances y Desafios.* Semana Económica (633).

Asobancaria. (Febrero de 2008). *Las Pirámides: se requieren acciones más fuertes.* Semana Económica (643).

Australian Securities & Investments Commission. (Agosto de 2008). *Regulatory Guide 146.* Disponible en: http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/rg146v1.pdf/$file/rg146v1.pdf

Autorregulador del Mercado de Valores (2008). "La dinamización del mercado de valores en Colombia". Disponible en: http://www.amvcolombia.org.co/

Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia. (10 de Diciembre de 2006). *Reglamento del Autorregulador del Mercado de Valores.* Disponible en: http://www.amvcolombia.org.co/

Baena, N. (Septiembre 2008). *La liquidez en los mercados financieros: repercusiones de la crisis crediticia.* Comisión Nacional del Mercado de Valores de España. Disponible en: http://www.cnmv.es/publicaciones/MON2008_32.pdf

Banco de la Republica. (2009). *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República.* Bogotá D.C. Disponible en: http://www.banrep.gov.co/junta-directiva/jd_direc_inf_princ.htm

Bank of International Settlements (BIS). (30 de junio de 2008). *78th Annual Report.* Basilea. Disponible en http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2008e.htm

Bank of International Settlements. (2006). *Core Principles for Effective Banking Supervision.* Disponible en: http://www.bis.org/publ/bcbs129.pdf?noframes=1

Bank of International Settlements. (2005). *The role of ratings in structured finance: issues and implications.* Committee on the Global Financial System, Basilea. Disponible en: http://www.bis.org/publ/cgfs23.pdf

Barth, J. R., Caprio Jr, G., & Levine, R. (2006). *Rethinking Bank Regulation.* Cambridge University Press.

BBVA. (Mazo de 2009). *Sistema Financiero Latinwatch.* Servicio de Estudios Económicos. Disponible en: http://serviciodeestudios.bbva.com/KETD/fbin/mult/FSLATINWATCH_SPANISH_tcm346-191142.pdf.

Benmelech, E., & Duglosz, J. (2009). *The Alchemy of CDO Credit Ratings.* Harvard University and National Bereu of Economic Research. NBER working paper No. 14878.

Bloomberg. (16 de abril de 2009). *Stanford Coaxed $5 billion as SEC weighed Powers*. Disponible en: http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=email_en&sid=ae5qTPLFTvpg

Blundell-Wignall, A., Atkinson, P., & Lee, S. H. (2008). *The current financial crisis: causes and policy issues.* OECD Financial Market trends. Disponible en: http://www.oecd.org/dataoecd/47/26/41942872.pdf

British Columbia Securities Commission. (01 de Junio de 2005). BC POLICY 31-601. Disponible en: http://*www.bcsc.bc.ca/*.

Brunnermeier, M., Crockett, A., Goodhart, C., Persaud, A. D., & Shin, H. (2009). *The fundamental principles of financial regulation.* International Center for Monetary and Banking Studies. Disponible en: http://www.voxeu.org/reports/Geneva11.pdf

Buenventura Vera, G. (2007). *1° Jornada temática en finanzas memorias.* Universidad ICESI Facultad de Ciencias Administrativas y Economicas. Bogotá.

Calomiris, Charles W. (2009). Financial Innovation, Regulation, and Reform. Cato journal, vol. 29, No. 1.

Caracol Noticias. (29 de Noviembre de 2008). *Por lo menos 400.000 colombianos invirtieron dinero en DMG.*

Charles Goodhart, P. H.-S. (1998). *Financial Regulation: Why, how and where now?*. Routledge.

Chew, R. (2009). *Beyond Madoff, Ponzi Schemes Profilerate*. Time Magazine.

Clauss, P., Roncalli, T., & Weisang, G. (2009). *Risk Management Lessons form Madoff Fraud.* Disponible en://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1358086

Código de Comercio. (16 de Junio de 1971). Colombia.

Código Penal. (24 de Julio de 2000). Colombia.

Commodity Futures Trading Commission. (01 de Abril de 2009). *Customer Protection Notice*. Disponible en: http://www.cftc.gov/customerprotection/index.htm

Commodity Futures Trading Commission. (09 de Agosto de 2007). *Foreign Exchange Currency Fraud: Investor Alert*. Disponible en: http://www.cftc.gov/customerprotection/fraudawarenessandprevention/forex/cftcnasaaforexalert.html

Congreso de los Estados Unidos Mexicanos. (28 de junio de 2007). *Ley del mercado de valores.* Disponible en: http://www.bmv.com.mx/wb3/wb/BMV/BMV_ley_mercado_de_valores

Constitución Política de Colombia. (1991). Colombia.

Criado, s., & van Rixtel, A. (2008). Structured Finance and the financial turmoil of 2007-2008: an introductory overview. *Banco de España Documentos Ocasionales* (0808).

De Nederlandsche Bank. (1 de marzo de 2009). *dnb*. Recuperado el 8 de abril de 2009, de http://www.dnb.nl/en/news-and-publications/news-and-archive/kroniek-van-de-kredietcrisis/index.jsp

Demirgüç-Kunt, A., & Servén, L. (2009). Are All the Sacred Cows Dead? Implications of the financial crisis for macro and fianncial policies. *The World Bank Policy Research Working Paper*.

Diamond, D. W., & Rajan, R. G. (Diciembre de 2008). *The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies.* University of Chicago. Disponible en: faculty.chicagobooth.edu/raghuram.rajan/research/TheCreditCrisisDougDiamondRaghuRajanAEADec2008.pdf

Dickinson, E. (20 de Noviembre de 2009). *Credit Default Swaps: so dear to us, so dangerous.* Recuperado el marzo de 2009, de Social Sciences Research Network: http://ssrn.com/abstract=1315535

Duplicarían penas para recaudadoras ilegales de dinero. (16 de Noviembre de 2008). *El Nacional* .

Echeverry, J. C., Navas, V., & Gomez, M. P. (2008). *Promoviendo el Desarrollo del mercado de Capitales en Colombia: Hoja de Ruta.* Bogota: BRC Investor Services.

Eichengreen, B., Rose, A., & Wyplosz, C. (1997). Contagious Currency Crises. *National Bureau of Economic Research* .

El Tiempo (2009). *2.5 billones de pesos captaron las 'pirámides' en Putumayo, Nariño, Huila y Cauca.*

Ehrenberg, R. (2007). *Public versus Private Equity Markets*. The Banker. Disponible en: http://www.thebanker.com/news/fullstory.php/aid/5128/Public_versus_private_equity_markets.html

Fedesarrollo (2008). *Las pirámides: ¿qué son, qué fue lo que falló y qué hacer?* Tendencia Económica. Informe Mensual de Fedesarrollo No. 79.

Financial Times (1 de abril de 2009). *Entrevista a Josef Ackerman.*Disponioble en: http://www.ft.com/cms/s/0/b5306106-1ecd-11de-b244-00144feabdc0,dwp_uuid=2f146ad2-f122-11dd-8790-0000779fd2ac.html?nclick_check=1

Fondo Monetario Internacional. (2009). *Lecciones Iniciales de la Crisis.* Departamento de Estudios, de Mercados Monetarios y de Capital, y Departamento de Estrategia, Política y Evaluación.

Fondo Monetario Internacional (2008). *Current Developments in Monetary and Financial Law*. Volúmen 4.

Forbes, K., & Rigobon, R. (2001). *Contagion in Latin America: Definitions, Measurement, and Policy Implications*. *National Bureau of Economic Research* . NBER working paper No. 7885.

Gapper, J. (9 de junio de 1994). Fed need for self-regulation. *Financial Times* .

Greenspan, A. (26 de marzo de 2009). “We need a better cushion against risk”. *Financial Times*.

Gregoriou, G. N., & Lhabitant, F. S. (2008). *Madoff: A riot of Red Flags.* Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1335639

Gross, M. E. (16 de Julio de 2007). *New York Regulation of Foreign Branch Offices, Foreign Agencies and Foreign Rep Offices.* Disponible en: www.csbs.org/Content/NavigationMenu/ForeignBankSupervision/MGross_

Hördahl, P., & MacGuire, P. (Junio de 2007). *Informe Trimestral del Banco de Pagos Internacionales.*

International Organization of Securities Commissions. (2009). A *Review of Implementation of the IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies.* Technical Committee.

International Organization of Securities Commissions. (Mayo de 2003). *Objectives and Principles of Securities Regulation.* Disponible en: http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf

Jeanneau, S., & Tovar, C. E. (Junio de 2008). *Los Mercados de Deuda en América Latina: Logros y Retos.* Banco de Pagos Internacionales.

Kirkpatrick, G. (2008). *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*. OECD Financial Market Trends.

Kose, A., Claessens, S., & Terrones, M. E. (December 2008). W*hat happens during recessions, crunches and busts? IMF Working Paper* WP/08/274.

Leamer, E. (2007). Housing is the Business Cycle. *Housing Symposium .* Kansas City: Housing Finance and Monetary Policy Federal Reserve Bank of Kansas City.

Los secretos de DMG. (2008). *Revista Semana* .

Lynch, S. N. (1 de Marzo de 2009). New SEC Complaint Says Stanford Ran Ponzi Scheme. *The Wall Street Journal* .

Malloy, M. P. (2006). Principles of Bank Regulation. Thomson West.

Marshall Rivera, E. (1991). *El banco Central como regulador y supervisor del sistema bancario.Ponencia presentada en la XXVIII Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del Continente Americano.* Santiago de Chile: Mimeo.

Martínez Beltrán, N. C. (29 de octubre de 2008). La Regulación del Mercado en EEUU. *La República* .

Martínez Neira, N. H. (2004). Cátedra de Derecho Bancario Colombiano Segunda Edición. En N. H. Martínez Neira. Legis.

Ministerio de Hacienda . (05 de septiembre de 1973). Decreto 1773. *Decreto 1773* . Bogotá, Colombia : Diario oficial .

Ministerio de Hacienda y Credito Publico. (6 de Julio de 2007). Decreto 2558 de 2007. Bogotá, Colombia.

Mizen, P. (2008). *The credit crunch of 2007-2008: A discussion of the background, market reactions and policy responses.* St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis.

Murphy, A. (2008). *An analysis of the financial crisis of 2008: causes and solutions. Social Sciences Research Network.* Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1295344

National Futures Association. (Octubre de 2008). Forex Transactions A Regulatory Guide. Chicago, Estados Unidos: National Futures Association.

National Futures Association. (2004). Trading in the Retail Off- Exchange Foreign Currency Market: What Investors Need to Know. Chicago, Estados Unidos: National Futures Association.

Office of the Comptroller of the Currency. (Junio de 2008). The Survey of Underwritting Standards. *(14)* . http://www.occ.treas.gov/2008Underwriting/2008UnderwritingSurvey.pdf.

Perez Saiz, S. (Diciembre de 2007). Una aproximación microeconómica a la crisis del mercado subprime. *Boletín Económico N°2927 Ministerio de Industria, turismo y Comercio de España* .

Periodico La Republica. (15 de abril de 2009). Se multiplican las aseguradoras ilegales en el pais. *La Republica* , págs. B-3.

Poser, N. S. (2009). *Why the SEC failed: regulators against regulation.* Obtenido de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1348612

Propietario de DRFE se acoge a sentencia anticipada. (20 de Febrero de 2009). *El Espectador*.

Ramirez, L. N., & Sanchez, M. F. (12 de febrero de 1999). *Pontificia Universidad Javeriana.* Recuperado el 24 de Abril de 2009, de Pontificia Universidad Javeriana: http://www.javeriana.edu.co/biblos/tesis/TESIS31.pdf

Red de Gestores Sociales . (11 de noviembre de 2008). *Red de Gestores Sociales* . Recuperado el 30 de Marzo de 2009, de http://www.rgs.gov.co/noticias.shtml?x=27349

República de Colombia. (27 de noviembre de 2006). Tratado de Libre Comercio Colombia-Chile. *TLC Col-Chl* . Santiago de Chile, Chile.

República de Colombia. (06 de abril de 2007). Tratado de Libre Comercio USA-Colombia. *TLC USA-COL* . Cartagena, Colombia.

Reuters. (2009). U.S. market cops ramp up fraud training after Madoff.

Revista Cambio. (18 de noviembre de 2008). ¿Qué efectos tendrá la caída de las 'pirámides' sobre la economía?.

Revista Semana. (18 de noviembre de 2008). *La historia de cómo cayó DRFE, la primera ficha del dominó.*

Revista Semana. (19 de febrero de 2009). *La historia de Suárez, el dueño de DRFE que se entregó en Brasil.*

Revista Semana. (13 de diciembre de 2008). *La parábola de Murcia.*

Revista Semana. (14 de Marzo de 2009). *Los Aviones de la Fac.*

Rosillo Rojas, M. (2008). Ré*gimen Jurídico del Mercado de Valores Colombiano.* Revista de derecho privado Universidad de los Andes No. 39.

Sala General de la Superintendencia de Valores de Colombia. (22 de mayo de 1995). Resolución 400 de 1995. Disponible en: http.//www.minhacienda.gov.co

Schapiro, M. (2009). T*estimony Before the Subcommittee on Financial Services and General Government*. Chairman - U.S. Securities and Exchange Commission - Committee on Appropriations U.S House of Representatives.

Securities and Exchange Commission. (2005). *Concept Release Concerning Self- Regulation No. 34-50700.*

SEC Complaint (2008). United States District Court Southern District Of New York.

Securities and Exchange Commission. (2009). *SEC Charges R. Allen Stanford, Stanford International Bank for Multi-Billion Dollar Investment Scheme.* Obtenido de http://www.sec.gov/news/press/2009/2009-26.htm

Second Market. (2008). *Auction Rate Securities*. Disponible en: http://www.secondmarket.com/markets/auction-rate-securities.html

Sherman, Andrew J. (s.f.). *Private Placement Offerings. Disponible en:* http://www.entrepreneurship.gov/ResourcesCenter/Investor/13860.html

Simpson, G. R., Searcey, D., & Scannell, K. (19 de Febrero de 2009). *Madoff case led SEC to intensify Stanford probe.* The Wall Street Journal.

Snell & WIllmer L.L.P. (s.f.). *The Corporate Handbook Series.* Disponible en: http://www.sec.gov/info/smallbus/gbfor25_2006/pidgeon_lewis_pipes.pdf

Soderquist, L. D. (2005). *Understanding the Securities Laws* (4 ed.). Practising Law Institute.

Standard and Poor's. (2006). *CDO Evaluator Handbook.* Structured Finance Group, New York.

Standard and Poor's. (2008). How the credit market crisis is changing the world of banking. *Ratings Direct* .

Stecklow, S. (28 de Enero de 2009). In echoes of Madoff, Ponzi cases profilerate. *Wall Street Journal*.

Superintendencia Financiera de Colombia. (24 de Noviembre de 2008). Concepto 2008031228-001.

Superintendencia Financiera de Colombia. (26 de Diciembre de 2008). Resolución 2051.

Superintendencia Financiera de Colombia. (26 de Diciembre de 2008). Resolución 2133.

Superintendencia Financiera de Colombia. (26 de Diciembre de 2008). Resolución 2134.

Superintendencia Financiera de Colombia. (27 de Diciembre de 2007). *Resolución 2331.*

The Committee of European Securities Regulators. (Mayo 2008). *The Role of Credit Rating Agencies in Structured Products.* Paris.

The Department of the Treasury of the United States. (2008). *The Department of the Treasury Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure.*

The Department of the Treasury of the United States. (2009). *Financial Regulation Reform. A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation.*

The High Level Group of Financial Supervision in the UE. (2009). *Report.* Bruselas.

Walter, E. B. (20 de Marzo de 2009). Testimony Concerning Securities Law Enforcement in the Current Financial Crisis by Commissioner. (U. S. Services, Entrevistador)

Wayne, L. (27 de Enero de 2009). Troubled Times Bring Mini-Madoffs to light. *The New York Times* .

Wehinger, G. (2008). Lessons from the financial market turmoil: Challenges ahead for the financial industry and policy makers. *OECD Journal of Financial Market trends , 2* (95).

Westlake, M. (2009). Capitla Market Players Split on Transparency Regs. *Global Risk Regulator* , 4-6.

Wignall, B. (1st Volume of 2008). The Subprime Crisis: Size, Deleveraging and Some Policy Options. *Journal of Financial Market trends N°94* .

World Bank. (Marzo de 2009). *Latin America in a Rapidly Deteriorating Global Environment.* Chief Economist Office, Latin America and the Caribbean Region.

World Federation of Exchange. (2008). *2008 Market Hiighlights.*

World Trade Organization. (1 de 1 de 1947). *Los Principios del Sistema de Comercio. Disponible en:* http://www.wto.org/spanish/thewto_s/whatis_s/tif_s/fact2_s.htm

8. Anexo

El siguiente cuadro resume las principales recomendaciones que se han formulado en materia de regulación, y las compara frente al estado de actual en Colombia. Incluye las recomendaciones del G30[97], la Unión Europea a través del Grupo de Supervisión Financiera liderado por Jacques de Larosiére[98], la FSA[99], el FMI[100] y el Departamento del Tesoro de EEUU.[101]. No se incluyen las recomendaciones asociadas con el marco de supervisión global, cooperación internacional y funcionamiento de los organismos multilaterales. Tampoco se incluyen recomendaciones que solamente son aplicables a la estructura regulatoria de los EEUU tales como eliminación de programas de supervisión de la SEC, creación de nuevas agencias (el supervisor bancario nacional, la agencia para la protección al consumidor financiero y el supervisor de seguros nacional) y las modificaciones a los esquemas de protección al consumidor financiero.

Las recomendaciones están divididas en los siguientes temas:

- Regulación prudencial
- Capital regulatorio
- Riesgo de Liquidez
- Calificadoras de Riesgo
- Estándares de originación
- Esquemas de remuneración
- Sistemas de Control Interno
- Juntas Directivas
- Valoración
- Derivados de Crédito
- Supervisión Macroprudencial

Recomendaciones	Fuentes	Estado de las recomendaciones en Colombia
1. Regulación prudencial		
• **Regulación y supervisión prudencial consolidada en una única autoridad, tanto para las entidades autorizadas para captar recursos como para las entidades no financieras.**	• G30 y Steering Committee (recomendación1, 2 y 6). • Larosiere Group (recomendación 7). • FSA: The Turner Review (acción requerida: 9). • FMI: Lecciones iniciales de la crisis (perímetro regulatorio y de supervisión) • US Treasury: Outlines for regulatory reform (eliminating gaps in the	• En 2005 se fusionó la Superintendencia Bancaria y la Superintendencia de Valores y se creó la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) (Decreto 4327 de 2005).

[97] G30. Financial Reform: A framework for Financial Stability. Enero 15 de 2009.
[98] The Larosiere Group. The High Level Group for Financial Supervision in the European Union Report. Febrero 25 de 2009.
[99] Financial Services Authority. The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis. Marzo de 2009.
[100] Fondo Monetario Internacional. Lecciones Iniciales de la Crisis. Febrero 6 de 2009.
[101] Timothy Geithner. Treasury Outlines Framework for Regulatory Reform. Marzo 26 de 2009. Financial Regulatory Reform A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation. Junio de 2009.

	US regulatory structure).	
2. Capital regulatorio		
• **Incrementar los requerimientos de capital en general, y en particular los del libro de tesorería.** • **Reducir la prociclicidad de los requerimientos de capital e introducir provisiones contra cíclicas.** • **Mejorar la calidad del capital (no incluir capital híbrido).** • **Captar todos los riesgos e instituciones sistémicos para hacer requerimientos de capital.**	• Larosiere Group (recomendaciones 1 y 2). • FSA: The Turner Review (acciones requeridas: 1, 2, 3, 4, 5 y 6). • FMI: Lecciones iniciales de la crisis (prociclicidad). • G30 y Steering Committee (recomendación10). • US Treasury: Outlines for regulatory reform (eliminating gaps in the US regulatory structure). • US Treasury: Financial Regulatory Reform – A new Foundation (recomendación I.C.)	• En el 2008 se reformó el régimen prudencial para riesgos de mercado capitulo XXI de la Circular Básica Contable y Financiera (CBCF) de la SFC. • Las provisiones contra cíclicas se establecieron en el capítulo II de la CBCF. • En el patrimonio básico de entidades financieras no se incluyen instrumentos híbridos. • La SFC observa los riesgos y establece mínimos de capital para todos los actores formales del mercado financiero (Decreto 4327 de 2007).
• **Limites de apalancamiento para impedir el crecimiento excesivo del activo.** • **Introducir reglas relacionadas con los vehículos de inversión fuera de balance.**		• Existen límites de apalancamiento para los Repos de las Sociedades Comisionistas y monto de activos administrados por las carteras colectivas. • No hay disposiciones específicas sobre la materia en la regulación colombiana.
3. Riesgo de Liquidez		
• **Se requieren normas de mayor exigencia en materia de riesgo de liquidez.** • **Mejorar estándares de supervisión de la administración del riesgo de liquidez.**	• Larosiere Group (recomendación 1). • FSA: The Turner Review (acción requerida 7). • G30 y Steering Committee (recomendación11).	• El sistema de administración de riesgo de liquidez entró a regir partir de abril de 2009 (CE 18 de 2008).
4. Calificadoras de Riesgo		
• **Supervisión de la estructura de gobierno corporativo y manejo de**	• Larosiere Group (recomendación 3).	• Mediante el Decreto 1076 de 2007 y Resolución 2167 de

conflictos de interés a las calificadoras. • **Depender menos de calificaciones para reglas prudenciales.**	• FSA: The Turner Review (acciones requeridas 14, 15 y 16). • FMI: lecciones iniciales de la crisis (Disciplina de mercado). • G30 y Steering Committee (recomendación14) • US Treasury: Financial Regulatory Reform A new Foundation (recomendación V.K.) •	2006 de la SFC se han elevado los estándares regulatorios en materia de gobierno e independencia de las calificadoras. Entre otros, se prohíbe la prestación de servicios de asesoría, se exige transparencia en las metodologías y la divulgación oportuna de las calificaciones. • El único requerimiento de capital dependiendo de la calificación es el de las Sociedades Comisionistas de Bolsa.
• **Las calificaciones deben soportar más no sustituir la debida diligencia de los inversionistas.**		• Si bien existen disposiciones sobre el análisis de riesgo propio que deben ejercer los inversionistas institucionales, los regímenes de inversión mantienen la noción de que la calificación grado de inversión es el mecanismo para garantizar la seguridad de los valores y no el propio análisis de las entidades.
5. Estándares de originación		
• **Se deben elevar los estándares de originación de cartera hipotecaria en términos de la relación deuda/garantía y deuda/ingresos del deudor.**	• FSA: The Turner Review (acción requerida 29). • House Financial Services Committee (Predatory and Subprime Lending Issues)	• Mediante el Decreto 145 de 2000 se estableció que los créditos de vivienda individual se pueden financiar hasta en un 70% del valor de la garantía (precio de compra o avalúo) y que la primera cuota del crédito no puede exceder el 30% del ingreso familiar.
6. Esquemas de remuneración		
• **Alinear la remuneración con los intereses a largo plazo y de todos los grupos de interés de la firma.**	• FSA: The Turner Review (acción requerida 17). Consultation Paper 09/10. • Larosiere Group	• El reglamento de AMV exige políticas de remuneración de operadores con el fin de administrar

	(recomendación 11). • US Treasury: Financial Regulatory Reform A new Foundation (recomendación I.C.3) •	conflictos de interés, pero no acerca de los incentivos que pueden o deben generar dichas políticas.
7. Sistemas de Control Interno		
• **La función de control interno y administración de riesgos debe ser independiente, contar con los suficientes recursos, ser ejercida por funcionarios de alta jerarquía y evitar la sobredependencia en externos.**	• FSA: The Turner Review (acción requerida 23). • Larosiere Group (recomendación 12). • G30 y Steering Committee (recomendación 9)	• La Circular Externa 019 de 2008 de la SFC y el reglamento de AMV hacen énfasis en la necesidad de políticas y procedimientos para un adecuado control interno y cultura de cumplimiento en los intermediarios de valores. • AMV publicó una guía de control interno y conformó el Comité de Control Interno y Compliance con representantes de la industria. • Aún falta la expedición de una norma específica acerca de la adopción de estándares internacionales de control y auditoría interna. La SFC viene trabajando en el proyecto de norma 48-2008.
8. Juntas Directivas		
• **Reforzar las juntas directivas de los intermediarios financieros mediante mayor independencia y experiencia.** • **Asegurar que la junta realiza periódicamente seguimiento al perfil de riesgo de la entidad.**	• G30 y Steering Committee (recomendación 9)	• La Circular Externa 29 de 2006 regula el trámite de posesión de los administradores de entidades vigiladas, mediante el cual se revisa la idoneidad profesional y moral de la persona.
9. Valoración		
• **Deben existir reglas claras sobre la contabilidad y valoración de productos**	• Larosiere Group (recomendación 4).	• El modelo contable para las instituciones supervisadas por la SFC se acerca a

estructurados y derivados de crédito. • **Revisar la aplicación del principio de *mark to market* para activos ilíquidos y su prociclicidad.**	• G30 y Steering Committee (recomendación 12)	principios internacionales, pero mantiene una contabilidad de registro de hechos económicos realizados y obligaciones contingentes. Circular Basica Contable y Financiera, Resolución 3600 de 1988, Resolución 497 de 2003 entre otras. • Se viene trabajando en el proyecto de decreto de proveedores de precios.
10. Derivados de Crédito		
• **Las operaciones de derivados de crédito se negociar o registrar en sistemas autorizados y liquidar a través de cámaras de contrapartida central.**	• FSA: The Turner Review (acción requerida 18). • G30 y Steering Committee (recomendación 15) • US Treasury: Outlines for regulatory reform (comprehensive framework of oversight for the OTC derivatives market). • US Treasury: Financial Regulatory Reform A new Foundation (recomendación II.B.)	• Se tienen prohibidas las operaciones sobre derivados de crédito salvo con entidades del extranjero autorizadas (Circular Reglamentaria DODM 144 del Banco de la República).
11. Supervisión Macroprudencial		
• **Debe existir una entidad encargada de recibir y analizar toda la información relevantes para la estabilidad financiera y tomar acción para enfrentar riesgos sistémicos.** • **Debe existir adecuado flujo de información entre los supervisores microprudenciales y el macroprudencial.**	• FSA: The Turner Review (acciones requeridas 21 y 22); • Larosiere Group (recomendación 16 y 17) • G30 y Steering Committee (recomendación 7). • US Treasury: Financial Regulatory Reform A new Foundation (recomendación I.A., I.B. y I.D.)	• El Banco de la República permanentemente verifica la estabilidad del sistema financiero en su conjunto como prerrequisito al cumplimiento de la estabilidad de precios. Esto implica administrar el sistema de pagos, regular las actividades financieras y cambiarias, actuar como prestamista de última instancia y avaluar los riesgos sistémicos. • Estas tareas se realizan conforme el comité de

		coordinación para el seguimiento al sistema financiero (Decreto 1044 de 2003)[102]. • La unificación de las superintendencias bancaria y de valores implicó que el supervisor financiero tiene una visión integral de las entidades y sus grupos, de los riesgos, negocios y condición financiera de los mismos y de su evolución y perspectivas.

[102] En dicho comité participan: El Ministro de Hacienda, el Gerente del Banco de la República, el Superintendente Financiero y el Director de Fogafin.

Calle 72 No. 10 - 07 Oficina 1202
Bogotá - Colombia
PBX: +57 1 6071010 Fax: + 57 1 3470159
www.amvcolombia.org.co

amv
Autorregulador del Mercado de Valores
de Colombia