

ANÁLISIS DE LOS ORGANISMOS DE AUTORREGULACIÓN EN LAS AMÉRICAS

Julio de 2011 ^{1/}

^{1/} El documento finalizó en Mayo de 2010.

CONTENIDO

1	ANTECEDENTES	5
2	INTRODUCCIÓN	7
3	LA ACTIVIDAD DE LOS ORGANISMOS DE AUTORREGULACIÓN EN LAS AMÉRICAS.....	10
3.1	Análisis del cumplimiento de los principios de IOSCO sobre Autorregulación	10
3.1.1	Metodología y contexto	10
3.1.2	Lo que IOSCO dice sobre el papel de los SRO	10
3.1.3	Principios de IOSCO sobre Autorregulación	11
3.1.4	Criterios de IOSCO para la autorización y supervisión de una SRO.....	11
3.1.5	Resultados	13
3.2	Análisis basado en los resultados de la encuesta de COSRA.....	15
3.2.1	Objetivo	15
3.2.2	Metodología	15
3.2.3	Apoyo de los organismos de autorregulación al Gobierno en el desarrollo normativo, de supervisión y de disciplina del mercado	17
3.2.4	Modelos de autorregulación en las Américas y apoyo de los organismos de autorregulación al Gobierno en el desarrollo normativo, de supervisión y de disciplina del mercado	19
3.2.5	Sanciones impuestas por los organismos de la autorregulación.....	22
3.3	Reflexiones finales respecto el activismo de los autorreguladores.....	23
4	CONFLICTOS DE INTERÉS EN LAS BOLSAS DE VALORES	25
4.1	Introducción	25
4.2	Roles de las bolsas de valores	26
4.3	Conflictos de interés	26
4.3.1	Tarificación y Competitividad	27
4.3.2	Carga Regulatoria	30
4.3.3	Innovación.....	32
4.4	Panorama Internacional	33
4.4.1	Estados Unidos	33
4.4.2	Brasil	36
4.4.3	Colombia.....	37
4.5	Gobierno Corporativo	39

5	DUPLICIDAD DE FUNCIONES ENTRE LOS ORGANISMOS DE AUTORREGULACIÓN Y LAS AUTORIDADES.....	40
5.1	Objetivo y alcance del estudio.....	40
5.2	Rol General de las Autoridades de los Mercados.....	40
5.2.1	El rol de los Reguladores Gubernamentales.....	40
5.2.2	El rol de la autorregulación.....	41
5.3	La relación entre los organismos de autorregulación y los reguladores gubernamentales.....	41
5.3.1	Supervisión a los Organismos de Autorregulación.....	42
5.3.2	Gobierno Corporativo.....	42
5.3.3	Aprobación de la Regulación.....	43
5.4	La Coordinación de funciones y la duplicidad.....	43
5.4.1	Costos de la Regulación.....	44
5.4.2	Costos de Cumplimiento.....	44
5.4.3	Riesgos Jurídicos.....	44
5.4.4	Vacios de Supervisión.....	45
5.5	Panorama Internacional.....	45
5.5.1	Estados Unidos.....	45
5.5.2	Canadá.....	49
5.5.3	Colombia.....	55
5.5.4	Brasil.....	56
5.6	Mecanismos de Coordinación.....	57
5.6.1	Memorandos de entendimiento.....	58
5.7	Reflexiones respecto la duplicidad entre los reguladores estatales y los autorreguladores	59
6	Conclusiones.....	61
7	Anexo 1: referencia publicaciones de autorregulación entre 2007 - 2009.....	64
8	Anexo 2: Otros resultados de la encuesta.....	65
8.1	Metodología de la encuesta.....	65
8.2	Criterios utilizados para la categorización de respuestas.....	66
8.2.1	Capitalización Bursátil.....	66
8.2.2	Modelo de Autorregulación.....	66
8.3	Resultados.....	67
8.3.1	Concepto de Autorregulación.....	67
8.3.2	Fecha de constitución del organismo de autorregulación entre los miembros de COSRA.....	68

8.3.3	Actividades que desempeñan los SRO	68
8.3.4	Tipos de sanciones que imponen los SRO	69
8.3.5	Mercados/productos autorregulados	70
8.3.6	Participación de la industria en el proceso regulatorio	71
8.3.7	Actividades de autorregulación sujetas a supervisión	72
8.3.8	Miembros de los SRO	73
8.3.9	Principales preocupaciones frente la Autorregulación.....	74
8.3.10	Posibilidad de retiro voluntario de los autorregulados, existencia de códigos de buen gobierno y financiación apropiada de los autorreguladores	75
9	BIBLIOGRAFIA	76

1 ANTECEDENTES

Los miembros de COSRA/IARC manifestaron su interés en analizar y profundizar en los siguientes asuntos: (i) ausencia de uniformidad en los modelos y funciones de autorregulación en las Américas; (ii) los mecanismos de coordinación y supervisión entre el regulador estatal y los organismos de autorregulación (SROs); (iii) la aplicación de los principios de IOSCO sobre autorregulación y (iv) el rol de las SROs en la crisis financiera actual.

Con el propósito de analizar dichos temas, en la reunión de COSRA/IARC de octubre 2008 en Santiago de Chile, se decidió crear de un Grupo de Trabajo¹, coordinado por AMV (Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia) e integrado por los miembros de COSRA que así lo desearon. En ocasión de la “Primera reunión de autorreguladores de América”, organizada por AMV en Bogotá, los días 13 y 14 de noviembre of 2008, se realizó una reunión informal para revisar y discutir la propuesta de mandato del Grupo de Trabajo a ser puesta a consideración de los miembros de COSRA.

El objetivo del mandato fue asistir a los miembros de COSRA para analizar y encauzar las inquietudes de cada miembro respecto a la autorregulación. El análisis tiene en consideración la estructura y tamaño de los mercados, el desarrollo histórico de la autorregulación en cada jurisdicción y sus necesidades actuales. Se desarrolla dentro del marco de los principios de IOSCO y en el contexto de las actuales discusiones sobre nuevas tendencias regulatorias.

Inicialmente dicho mandato tiene las siguientes tres etapas:

1. Informe sobre la situación de la autorregulación en todas las jurisdicciones de COSRA.
2. Informe sobre los temas en común manifestados por los países miembros en relación con la efectividad de la autorregulación en la práctica.
3. Informe sobre prácticas comunes de autorregulación en el marco de los Principios de IOSCO.

En desarrollo de la primera etapa, el Grupo de Trabajo realizó una encuesta dirigida a los miembros de COSRA/IARC para identificar el concepto y características de la autorregulación en cada jurisdicción, el modelo de autorregulación adoptado, así como los cambios previstos para el futuro respecto este tema. La encuesta desarrollada por los miembros del Grupo de Trabajo y los cuestionarios fueron resueltos por los entes gubernamentales de 23 jurisdicciones de las Américas²,

¹ El Grupo de trabajo incluye las siguientes entidades y jurisdicciones: Autorité des Marchés Financiers, Quebec Canadá; Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia – AMV, Colombia; Comisión Nacional del Mercado de Valores, España; Comissão de Valores Mobiliários - CVM, Brasil; ANDIMA, Brasil; ANBID, Brasil; BSM, Brasil; BM&FBovespa, Brasil; CETIP, Brasil; Financial Industry Regulatory Authority - FINRA, Estados Unidos de América; Guyana Securities Council, Guyana; Investment Industry Regulatory Organization of Canada – IIROC, Canadá; World Bank; Superintendencia Financiera de Colombia, Colombia; Superintendencia de Valores y Seguros, Chile; Banco Central del Uruguay, Uruguay.

² Las jurisdicciones que respondieron la encuesta fueron: Uruguay, Bermuda, México, Honduras, Argentina, Panamá, Paraguay, Guyana, Canadá, Brasil, Nicaragua, Ecuador, Bolivia, El Salvador, República Dominicana, Chile, Colombia, Costa Rica, Barbados, Trinidad & Tobago, Estados Unidos, Perú, Bahamas.

bajo el entendido que las respuestas a este cuestionario son confidenciales. El resultado de esta primera etapa se presentó en el encuentro anual de COSRA en Ciudad de Panamá en abril de 2009.

En la reunión de Panamá los miembros de COSRA solicitaron al Grupo de Trabajo profundizar en aquellos aspectos que representan retos y oportunidades para el ejercicio de la actividad de autorregulación y en general sobre temas asociados con autorregulación de interés para los miembros. Entonces, se definió que el objetivo de la segunda etapa del mandato otorgado por COSRA fuera la realización de análisis más detallados sobre la efectividad y las prácticas de autorregulación en la región.

Los temas de interés planteados para resolver en la segunda etapa fueron: el grado de activismo de los organismos de autorregulación en las Américas, los conflictos de interés resultantes del ejercicio de la autorregulación y la operación de mercados en las bolsas de valores, la potencial duplicidad de funciones entre organismos de autorregulación y los reguladores gubernamentales, y el cumplimiento de los principios 6 y 7 de IOSCO. Estos temas fueron distribuidos entre los miembros del Grupo de Trabajo y los resultados de esta segunda etapa se presentaron en la reunión de COSRA en Punta del Este, Uruguay en noviembre 16 de 2009.

En esta reunión los miembros de COSRA/IARC acordaron que el estudio debería continuar. Particularmente, se acordó que el estudio debería describir tendencias generales observadas y las diversas maneras cómo la autorregulación contribuye al cumplimiento de los objetivos regulatorios planteados por IOSCO. La versión definitiva del documento fue presentada en la reunión de COSRA sostenida en Washington D.C. en abril 8 de 2010.

Este documento contiene los resultados del estudio y las principales discusiones que se sostuvieron en cada etapa.

2 INTRODUCCIÓN

En los últimos años se ha venido discutiendo sobre los beneficios y las limitaciones de la autorregulación en los mercados de valores. El presente documento identifica elementos esenciales sobre la autorregulación y analiza algunas de las inquietudes que se han planteado respecto a la misma, resaltando prácticas y tendencias comunes observadas en la región.

Todos los miembros de COSRA/IARC que participaron en la encuesta desarrollada en la primera etapa del mandato establecieron que la autorregulación existe en sus jurisdicciones. La encuesta también reflejó una heterogeneidad entre las formas de autorregulación existentes. En consecuencia, se puede establecer que la autorregulación entre las jurisdicciones se ha estructurado en diversas formas y el uso de los organismos de autorregulación (SROs) varía de acuerdo con el tamaño y complejidad de los mercados.

El objetivo de este documento es analizar las experiencias de los miembros de COSRA/IARC respecto a autorregulación, enfocándose en aspectos tales como el grado de activismo de los SRO en las Américas, el nivel de cumplimiento de las jurisdicciones en relación con los principios de autorregulación de IOSCO, la administración de conflictos de interés entre operar mercados y actuar como SROs, y los mecanismos utilizados para coordinar actividades entre reguladores para evitar la duplicidad de funciones.

Este estudio no hace ninguna recomendación del modelo de autorregulación en particular y tampoco busca promover la autorregulación como una solución para todos los mercados. Por el contrario, los resultados son evidentes: no existe un único o acercamiento correcto respecto a la autorregulación. Sin embargo, la identificación de tendencias puede ser una herramienta útil al revisar el modelo de autorregulación que opera en cada jurisdicción, teniendo en consideración el desarrollo y características del mercado de capitales doméstico.

La autorregulación puede ser un valioso complemento del marco regulatorio, en la medida que los reguladores estatales y los SRO tienen el propósito común de proteger la integridad del mercado, y los intereses de los inversionistas, como se refleja en los principios 6 y 7 de IOSCO “Principios y objetivos de la regulación de valores”³. De hecho, los SRO son más cercanos a los participantes del mercado proveyendo conocimiento especializado como un elemento del marco regulatorio y generalmente pueden responder con mayor rapidez y flexibilidad a las condiciones cambiantes de los mercados que el regulador gubernamental. Las funciones complementarias que los SRO desarrollan en algunos casos pueden incluso ser útiles en la consolidación de una supervisión sobre diferentes jurisdicciones, productos, mercados y tipos de intermediarios, y por lo tanto puede contribuir a disminuir vacíos regulatorios.

El presente estudio tiene el propósito de reflejar algunos aspectos identificados en el cuestionario y reconocer la diversidad de modelos de autorregulación en las Américas. Esta diversidad se puede atribuir a diferencias culturales, históricas, a los sistemas jurídicos, el tamaño de los mercados,

³ IOSCO actualmente se encuentra revisando los principios relacionados con los SRO. La dirección e impacto de las modificaciones aún no es claro. Sin embargo, los miembros del grupo de trabajo consideran que el estudio puede ser de utilidad en la discusión sobre la materia.

restricciones legales, entre otros. Por ejemplo, la existencia de sistemas legales de tradición civil y anglosajona en la región puede representar un reto para apoyarse en mayor medida en la autorregulación en algunos países. También encontramos que una sobre dependencia en los SRO puede ser problemática. Por lo tanto, se concluye que no hay una única manera de aproximarse a la autorregulación que sea apropiada para todos los mercados.

Aunque existen varios tipos de estructuras de autorregulación y el grado con el cual los reguladores gubernamentales se apoyan en los organismos de autorregulación difiere considerablemente en la región, hay varias similitudes que es posible resaltar.

Como los SRO y los reguladores gubernamentales se encuentran separados en términos de recursos y su administración, hay una necesidad de coordinación y cooperación entre estas entidades para evitar una duplicidad de funciones. El marco regulatorio generalmente es claro respecto los poderes que se le confieren a los SRO. Sin embargo, en algunos casos, la división de responsabilidades entre reguladores y SRO puede ser ambigua y la cooperación en la práctica puede aumentar. Algunos reguladores y SRO suscriben memorandos de entendimiento (MoU) que definen en mayor detalle la separación de actividades y responsabilidades.

Los reguladores gubernamentales generalmente supervisan las actividades que desarrollan los SRO y revisan sus prácticas de gobierno corporativo. Generalmente también aprueban los reglamentos y normatividad de los SRO. Un fortalecimiento de la supervisión de los SRO es una tendencia identificada en las jurisdicciones que tradicionalmente se han apoyado en la autorregulación, permitiéndole a los reguladores asegurarse que los SRO tienen suficientes poderes, recursos e independencia para llevar acciones disciplinarias contra participantes del mercado que incurren en incumplimientos de conducta o violan los estándares.

También se evidencia la necesidad de administrar los conflictos de interés. Una tendencia generalizada en esta área es separar la operación de mercados de las actividades de los organismos de autorregulación. Esta tendencia se ha intensificado con la desmutualización de las bolsas de valores. Algunos países con una larga historia de autorregulación comenzaron a implementar un modelo de organismos de autorregulación independientes. Algunas jurisdicciones también han manejado los conflictos de interés entre ser operador de mercado y autorregulador mediante prácticas de gobierno corporativo que proveen un grado razonable de independencia en el desarrollo de cada actividad. Como resultado no hay una aproximación única a las prácticas de gobierno corporativa de los organismos de autorregulación.

Las prácticas de gobierno corporativo son un tema recurrente en este documento, en la medida que estándares apropiados de gobierno corporativo son un factor crítico para la efectividad de la autorregulación. Sin embargo, no se incluyeron recomendaciones de mejores prácticas de gobierno corporativo en la encuesta y por lo tanto tampoco se incluyen en este documento. Si bien algunas tendencias y prácticas generales respecto el gobierno corporativo de los organismos de autorregulación se pueden inferir, el establecimiento de un gobierno corporativo efectivo para los SRO amerita un trabajo posterior que podría adelantar COSRA.

El documento se divide en seis capítulos siendo los antecedentes y esta introducción los primeros dos.

El primer aspecto, que se aborda en el capítulo 3, es el grado de activismo de los organismos de autorregulación en las jurisdicciones de las Américas. Ese activismo fue considerado como un indicador importante de la madurez e impacto de los esquemas de autorregulación en las jurisdicciones.

El análisis de activismo se realiza con base en dos enfoques. En el primero se estudian los resultados obtenidos en las evaluaciones realizadas en distintos países sobre el nivel de cumplimiento de los Principios de IOSCO. En particular, se analizan los resultados obtenidos por el FSAP (*Financial Sector Assessment Program*) sobre el cumplimiento de los principios 6 y 7 de IOSCO. El segundo enfoque utiliza como fundamento los resultados de la encuesta realizada a las jurisdicciones de las Américas en la primera etapa del mandato, y se estudia en mayor detalle el nivel de apoyo en los organismos de autorregulación.

En el capítulo 4 se analizan los conflictos de interés que pueden presentarse en las Bolsas de valores que realizan actividades de autorregulación. Se examinan en mayor detalle los diferentes roles que desempeñan las bolsas según su tipo de organización (mutualizada o desmutualizada), así como la importancia del gobierno corporativo en el manejo de los conflictos de interés. La evolución de la autorregulación en las bolsas de valores de Estados Unidos, Brasil y Colombia se utilizan como ejemplos para ilustrar algunas de las tendencias en el manejo de conflictos de interés observados en mercados que difieren en tamaño, historia, antecedentes legales y complejidad.

Un importante reto identificado en la encuesta y sobre el cual los miembros de COSRA solicitaron trabajar es la problemática asociada con la potencial duplicidad de actividades entre los reguladores estatales y los organismos de autorregulación. Este análisis se trata en el capítulo 5, e incluye los mecanismos que se han establecido en diferentes jurisdicciones para prevenir su ocurrencia. El tema reviste gran importancia teniendo en cuenta los costos que generan gestiones redundantes, así como los riesgos que pueden derivar de vacíos regulatorios. Las experiencias de Estados Unidos, Canadá, Brasil y Colombia se describen como ejemplos de tendencias respecto la relación entre reguladores gubernamentales y organismos de autorregulación.

Finalmente, las conclusiones se presentan en el capítulo 6.

Hay dos anexos. El primero contiene una lista de publicaciones recientes sobre autorregulación y el segundo incluye algunos de los resultados de la encuesta completada durante la primera etapa del mandato.

3 LA ACTIVIDAD DE LOS ORGANISMOS DE AUTORREGULACIÓN EN LAS AMÉRICAS

3.1 Análisis del cumplimiento de los principios de IOSCO sobre Autorregulación

3.1.1 Metodología y contexto

Las fuentes utilizadas para este análisis han sido diversas evaluaciones contenidas en los FSAPs que el FMI y/o el Banco Mundial han realizado en las Américas, así como, los Informes de Evaluación hechos en el marco del Programa de Evaluación de IOSCO. Ambos tipos de evaluaciones utilizan la metodología oficial de IOSCO. En total, se incluyeron los resultados de las evaluaciones hechas en 12 jurisdicciones, desde 2002 hasta 2007. Cabe señalar que no se ha podido cubrir a todos los países de las Américas por no disponer de información, bien porque no ha habido FSAPs en ese período, o porque no se han hecho las evaluaciones de IOSCO. En todo caso, parece suficientemente relevante el número de países evaluados como para considerar sus resultados en alguna medida significativos y extrapolables. Conviene también resaltar que hay diferencias importantes en el nivel de detalle y profundidad de los informes analizados.

Se mantiene confidencial la identidad de las 12 jurisdicciones ya que, aunque son públicas las evaluadas en el entorno de un FSAP, aquellas que han sido estudiadas por IOSCO conservan el privilegio de no dar publicidad al Informe de Evaluación.

Un aspecto que hace que se sugiere analizar con prudencia los resultados obtenidos, son las diferentes fuentes del Derecho en las jurisdicciones analizadas. Hay que tener en cuenta que las raíces del derecho anglosajón y del derecho latino son bastante distintas, de modo que esa disimilitud se refleja en las conclusiones, sin que ello prejuzgue cuál de ambas culturas sea mejor que la otra.

Geográficamente, dos jurisdicciones pertenecen a América del Norte, una es de los países del Caribe anglo parlante y el resto son de América Central y América del Sur, hispanoparlantes. Por tamaño de mercados, dos podrían situarse en la franja de mercados grandes, cinco son mercados de mediano tamaño y el resto son mercados pequeños.

Los resultados que se ofrecen no son cuantitativos ni se presentan porcentajes, sino que se ha preferido obtener unas conclusiones globales de carácter cualitativo.

3.1.2 Lo que IOSCO dice sobre el papel de los SRO

IOSCO considera que los Organismos Autorreguladores (SRO) pueden ser un complemento valioso Regulador para lograr los objetivos de la regulación de valores y pueden desempeñar un papel significativo en sus funciones normativa, de supervisión y de disciplina.

En conjunto se puede decir que existen diversos modelos de autorregulación y la medida en que se hace uso de la autorregulación varía de mercado a mercado. Las características comunes de los SRO en la mayoría de las jurisdicciones son: su separación del Regulador público, la asunción de competencia de regulación y supervisión sobre sus miembros y la participación de empresas, sectores y, en algunos casos, inversores en la organización de los SRO.

En su forma más amplia, un SRO tiene la autoridad para crear, ampliar, implementar y hacer cumplir normas de conducta, normas de mercado, normas de capital, normas de “*fit and proper*”, etc. a todas las entidades sujetas a su cargo. Además, puede disponer de la capacidad para sancionar a quienes infringen esta normatividad.

3.1.3 Principios de IOSCO sobre Autorregulación

Principio 6

El régimen Regulador deberá hacer un uso apropiado de las organizaciones autorreguladoras (SRO) que ejercen alguna responsabilidad directa de supervisión en sus respectivas áreas de competencia, en la medida apropiada a la dimensión y la complejidad de los mercados.

Principio 7

Las SRO estarán sujetas a la supervisión del Regulador y observarán normas de justicia y confidencialidad cuando ejerzan poderes y responsabilidades delegadas.

Los Principios de IOSCO reconocen el importante papel que puede desempeñar un organismo de autorregulación “adecuadamente regulado” y establecen recomendaciones generales para su autorización e inspección.

También admiten que la autorregulación puede ofrecer ventajas sustanciales, como las siguientes:

- 1) Observancia de normas éticas que vayan más allá de la regulación gubernamental.
- 2) Conocimiento y experiencia considerables respecto a la operativa y las prácticas del mercado.
- 3) Capacidad de respuesta a las condiciones cambiantes del mercado con más rapidez y flexibilidad que la autoridad pública.

Además de los Principios 6 y 7, IOSCO ha emitido diversos estándares y recomendaciones que establecen numerosas pautas, todas flexibles y adaptables a los mercados y a sus niveles de funcionamiento.

3.1.4 Criterios de IOSCO para la autorización y supervisión de una SRO

Bajo la Metodología de Evaluación de IOSCO sobre el cumplimiento de los principios, el principio 6 corresponde a un filtro que determina si el régimen regulatorio incluye un SRO. Si la jurisdicción no incluye un SRO, no se continúa el proceso de evaluación respecto al principio 7 y, por consiguiente, se califica formalmente al bloque de Principios como no aplicables en la jurisdicción concreta.

Tres son las condiciones a evaluar en el Principio 6:

Condición No. 1

El SRO emite reglas de idoneidad que las personas o empresas deben satisfacer para participar en cualquier actividad relevante relacionada con valores.

Condición No. 2

El SRO disponga y asegure el cumplimiento de normas vinculantes sobre la negociación o la conducta profesional de las personas o empresas que realizan actividades relacionadas con valores.

Condición 3

El SRO emita reglas y procedimientos disciplinarios para imponer sanciones y multas, o para prohibir o suspender la participación de una persona natural o jurídica en actividades relacionadas con valores.

Si el SRO cumple con cualquiera de estas tres condiciones se procede a evaluar el Principio 7. El Principio 7, en síntesis, plantea que antes de aprobar la puesta en marcha de un SRO el regulador gubernamental debe exigir que ese SRO garantice la adopción de estándares adecuados.

Además, una vez que una SRO esté operativa, el Principio 7 establece que el regulador debe asegurarse de que el SRO en el ejercicio de sus competencias y poderes aplicará justa y consistentemente las leyes de valores, la regulación y las normas específicas del SRO.

La efectividad de un SRO se puede ver comprometida por la existencia de conflictos de intereses. El Regulador deberá hacer un seguimiento y prestar atención a la aparición potencial de dichos conflictos de interés. El Regulador debe cerciorarse de que no surge ningún conflicto de interés debido al acceso de la SRO a información valiosa sobre los partícipes del mercado (sean o no miembros de la propia SRO).

El riesgo de que surjan conflictos puede ser mayor si el SRO es responsable tanto de la supervisión de sus miembros como de la regulación del mercado.

Como condición para la autorización, la legislación o el Regulador deberán exigir que los SROs demuestren que:

- Tienen capacidad para cumplir con las leyes aplicables, las regulaciones, así como con las normas de los SROs, y obligar al cumplimiento de dichas leyes, regulaciones y normas por parte de sus miembros y las personas vinculadas.
- Tratan a todos los miembros del SRO y a los candidatos a miembros de una forma justa y congruente.
- Desarrolla normas que están diseñadas para fijar estándares de conducta para sus miembros y para promover la protección del inversor.
- Presenten sus normas al regulador para su revisión y/o aprobación, según lo considere éste apropiado, y garanticen que sus normas son congruentes con las directivas de política pública establecidas por el regulador.
- Cooperan con el regulador y otros SROs para investigar y aplicar leyes y regulaciones.

- Aplican sus propias normas e imponen las sanciones correspondientes en caso de incumplimiento.
- Garantizan una representación justa de los miembros en la selección de sus consejeros y en la administración de sus asuntos.
- Evitan normas que puedan dar lugar a situaciones no competitivas.
- Eviten hacer uso del papel de supervisión para permitir que cualquier partícipe del mercado adquiera una ventaja desleal.

Requisitos de Supervisión

Con independencia del alcance con el que se use la autorregulación, el regulador debe tener completas facultades para supervisar de manera efectiva la actividad de cualquier SRO. El regulador debe asegurar que los SRO tienen suficiente poder para investigar materias que afecten a los inversores o al mercado, así como, para investigar y ocuparse directamente de cualquier evento que afecte a los inversionistas y el mercado cuando los SRO no tienen competencia. Por lo tanto, el Regulador debe conservar todos los poderes necesarios para investigar materias que afecten a los inversores o al mercado.

La supervisión del regulador debe ser continua y asegurar que:

- Los SRO cumplen con las condiciones de su autorización de forma permanente;
- En los casos en que las competencias de la SRO sean inadecuadas para realizar las investigaciones oportunas o tomar las medidas adecuadas, o cuando existan alegaciones de mala conducta o conflictos de interés, el regulador y no el SRO, debe ser quien lleve a cabo la investigación necesaria;
- El SRO debe facilitar al regulador la información necesaria para que se identifiquen en una fase temprana las cuestiones que requieran la intervención del Regulador.

Requisitos de conducta profesional

La legislación o el regulador han de requerir al SRO que se atenga a estándares de conducta profesional similares a los exigibles al regulador. Particularmente en los siguientes asuntos:

- Confidencialidad y justicia procedimental
- El uso adecuado de información obtenida en el ejercicio de las competencias y responsabilidades del SRO

Requisitos sobre conflictos de interés

- El SRO debe tener procedimientos establecidos para tratar los posibles conflictos de intereses.

3.1.5 Resultados

En términos cuantitativos, de las 12 jurisdicciones solamente una cumplía totalmente con los Principios 6 y 7. Dos jurisdicciones cumplían con “muchísima holgura” dichos principios. Otras tres presentaban muchas deficiencias y fueron evaluadas con un “cumplimiento parcial”. Tres jurisdicción

fueron evaluadas como “No cumplen” con los principios, y otras tres jurisdicciones no fueron evaluadas al considerar que no existía la figura de SROs en sus mercados.

Por tanto, cabe concluir que nueve de los 12 SROs evaluados presentan severas debilidades. Dichas instituciones no cuentan con la capacidad suficiente para satisfacer los estándares de autorización o delegación para desempeñar las funciones propias de un SRO.

Cabría destacar algunos aspectos especialmente relevantes:

- 1) En general, la regulación es clara sobre las competencias atribuidas a los organismos de autorregulación en el mercado de valores. Efectivamente, las leyes de los mercados de valores y otras regulaciones en la mayoría de las jurisdicciones reconocen la existencia de organismos autorregulados. Por tanto, las leyes son claras a ese respecto.
- 2) Sin embargo, cuando se evalúa la aplicación de la ley, es necesario señalar que aunque las leyes están claramente definidas respecto los poderes conferidos a los SRO, eso no significa que estos poderes hayan sido efectivamente implementados y que los organismos de autorregulación operan de manera consistente con los principios de IOSCO respecto autorregulación.
- 3) En muchas de las jurisdicciones se manifiestan fallas en la aplicación del mandato legal. Como ejemplo, el 50% de las jurisdicciones analizadas no cumplen con la condición exigida a los SRO de que emita reglas de idoneidad a sus miembros. Adicionalmente, una mayoría de mercados no dispone de mecanismos para exigir el cumplimiento de normas vinculantes sobre la conducta profesional de los miembros. De igual modo, se evidencia que una mayoría de las jurisdicciones no aplicaban con rotundidad reglas y procedimientos disciplinarios con capacidad para imponer sanciones por incumplimiento de las normas anteriormente citadas.
- 4) Se manifiesta un mayor cumplimiento de los principios IOSCO en los países anglosajones frente a los países latinos. La tradición de autorregulación está muy arraigada en el mundo anglosajón, mientras que, en países latinoamericanos, las competencias y atribuciones conferidas a los organismos de la administración pública son de estricto cumplimiento y no pueden ser modificadas por ninguna otra entidad. En muchos de estos países el regulador suele ser la única autoridad nacional responsable de regular y supervisar los mercados de valores y no se permite que delegue o transfiera funciones que le han sido asignadas.
- 5) La mayor debilidad y la más extendida es la ausencia de programas de supervisión continua de los reguladores sobre los SRO y/o de ésta sobre sus miembros. Esta debilidad puede ser explicada por la falsa creencia de que, al decir la Ley que existen autorreguladores, el Regulador ha de delegar de facto las competencias de supervisión. También se evidencia que la no aplicación de planes de supervisión está relacionada con la escasez de recursos y de experiencia técnica.
- 6) Como consecuencia, se detecta una insuficiente infraestructura en los mercados de valores respecto la actividad de supervisión, así como, una percepción de falta de independencia y transparencia en la función de autodisciplina.

- 7) En muchos casos, no se han adoptado procedimientos, sistemas y manuales de supervisión tanto para los operadores de los mercados como para los intermediarios y no se asignan los recursos necesarios para alcanzar una supervisión eficiente.
- 8) También se observa cierta duplicidad en las competencias y poderes de los organismos de autorregulación y el regulador, lo que puede redundar en ineficiencias en la supervisión. La falta de definición de competencias claras entre ambos organismos estaría produciendo brechas en la supervisión del mercado en su conjunto.
- 9) En la mayoría de modelos regulatorios la distribución de responsabilidades y poderes entre el regulador y los organismos de autorregulación es ambigua. Por ejemplo, no hay una definición clara y transparente sobre quién es competente para establecer los criterios de idoneidad para actuar en los mercados, para aplicar normas de conducta y para investigar, supervisar y sancionar a los quienes incumplen con la regulación de mercado y de conducta.
- 10) En muchos casos no existen políticas de cooperación práctica entre el regulador y los SRO.
- 11) Respecto de los potenciales conflictos de interés, especialmente en bolsas de valores desmutualizadas, es necesario la revisión de sus estructuras organizativas para minimizar los potenciales conflictos entre el accionista y su búsqueda de beneficios y, por otro lado, la garantía de reglas de juego que busquen la equidad y eficiencia del mercado. En muchos casos, la adopción de estructuras apropiadas de gobierno corporativo para mitigar estos conflictos de interés no se han implementado. En algunos casos es deseable una mejoría de la transparencia en la toma de decisiones de las bolsas, haciendo públicas y consultando sus normas y reglamentos, y difundiendo sus acciones y acuerdos.

3.2 Análisis basado en los resultados de la encuesta de COSRA

3.2.1 Objetivo

A partir de los resultados de la encuesta se encontró que más del 90% de las jurisdicciones cuenta con organismos autorreguladores. Sin embargo, no se identificó el grado de actividad que tiene la autorregulación en cada jurisdicción.

Por lo tanto, los miembros de COSRA/IARC propusieron al Grupo de Trabajo, como parte de la segunda etapa del mandato, profundizar en la identificación de aspectos relacionados con el grado de activismo de los organismos de autorregulación en cada jurisdicción. En este capítulo se hace un análisis más detallado de los resultados la mencionada encuesta respecto el grado de activismo de los SRO.

3.2.2 Metodología

La metodología que se consideró más adecuada para resolver la inquietud planteada consiste en realizar un análisis con base en información que se deriva de los resultados de la encuesta realizada en desarrollo de la primera etapa del mandato.

El análisis se divide en dos aspectos: i. evaluación por jurisdicción del apoyo en los organismos de autorregulación y sus funciones para el cumplimiento de los principios de regulación de valores de IOSCO⁴; ii. Evaluación de la actividad sancionatoria de los organismos de autorregulación.

(i) Apoyo en los organismos de autorregulación

Se evalúa la forma en que el regulador gubernamental se apoya en los organismos de autorregulación para el desarrollo normativo, de supervisión y de disciplina del mercado. Se parte de la pregunta relativa a la calidad del apoyo por actividad (regulación, supervisión y disciplina) y esta información se contrasta con dos criterios: el modelo de autorregulación aplicado en cada jurisdicción y el tamaño del mercado.

Para efectos de este análisis se tiene en cuenta la siguiente clasificación:

Tabla 1. Escala grado de activismo

GRADO DE ACTIVISMO	CLASIFICACIÓN
Igual o superior a 4 ($4 \leq x \leq 5$)	Altamente activos
Superior a 3 e inferior a 4 ($3 < x < 4$)	Medianamente activos
Inferior o igual a 3 ($0 \leq x \leq 3$)	Baja actividad

(ii) Actividad sancionatoria

El segundo criterio corresponde a la actividad sancionatoria de los organismos de autorregulación en su respectiva jurisdicción. La actividad sancionatoria es el resultado de un marco jurídico que permite desarrollar procesos disciplinarios ante el incumplimiento de la normatividad. Supone igualmente que el organismo autorregulador cuenta con las herramientas suficientes para supervisar el mercado, identificar alertas respecto abusos que afectan la transparencia del mismo y tomar acción. La capacidad para identificar conductas indebidas y disciplinarlas implica que el organismo autorregulador cuenta con los recursos e independencia necesarios para el ejercicio de sus funciones. Igualmente, la oportunidad en el ejercicio de la disciplina impide que los agentes afecten el mercado por periodos de tiempo prolongados, lo cual se traduce en mayor seguridad jurídica para sus participantes.

Por lo tanto, las sanciones impuestas constituyen un indicador objetivo de la verdadera actividad de los organismos de autorregulación. Se pretende entonces determinar cuál es el nivel de actividad de la autorregulación mediante el número de sanciones que se imponen en cada jurisdicción y cuál es su relación con el tamaño de los mercados.

⁴ La protección de los inversores; Garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes; y La reducción del riesgo sistémico. IOSCO

3.2.3 Apoyo de los organismos de autorregulación al Gobierno en el desarrollo normativo, de supervisión y de disciplina del mercado

Se encontró que hay una relación positiva entre el nivel de actividad de los organismos de autorregulación al interior del mercado y el apoyo de éstos al gobierno en el desarrollo de las funciones de supervisión, regulación y disciplina. Entre mayor es el apoyo del organismo de autorregulación al Gobierno, mayor es su actividad al interior del mercado.

Cuando el Gobierno observa un gran activismo por parte del autorregulador el apoyo en éste es mayor. Se llega a un círculo virtuoso en donde el mayor activismo del autorregulador refuerza el apoyo que presta al Gobierno, y a su turno este último reconoce los beneficios de la labor de autorregulación y por consiguiente se apoya aún más en el autorregulador.

La encuesta permitió cuantificar el nivel de apoyo que prestan los organismos de autorregulación al Gobierno en el desarrollo de las funciones de regulación, supervisión y disciplina. Para el análisis de esta situación hay que resaltar que la encuesta fue respondida por cada autoridad gubernamental y no por los organismos de autorregulación. En consecuencia, a partir de los resultados fue posible verificar cual es la percepción del regulador estatal respecto el apoyo que recibe del autorregulador, un indicador relevante sobre el activismo real de los SRO.

En la siguiente tabla se observa la calificación de dicho componente segmentado por tamaño del mercado.

Tabla 2. Apoyo del organismo de autorregulación al Gobierno para adelantar las funciones de regulación, supervisión y disciplina del mercado⁵

	Encuestado ⁶	Regulación	Supervisión	Disciplina	Grado de Activismo
Mercado Grande⁷	3	5	5	5	5
	10	5	4	3	4
	20	5	5	5	5
Promedio		5	4.6	4.3	
Mercado Mediano⁸	8	4	3	2	3
	13	1	4	3	2.6
	15	4	4	4	4
	16	4	NA	NA	4
	22	2	2	2	2

⁵ El apoyo prestado se agrupa entre 1 y 5, siendo 5 un alto nivel de apoyo y 1 un bajo apoyo. El grado de activismo corresponde al promedio simple de las respuestas dadas en materia de Regulación, Supervisión y Disciplina.

⁶ La primera columna (encuestado) corresponde a cada jurisdicción, cuya identificación está dada por un código numérico dado que la encuesta es de carácter confidencial.

⁷ De acuerdo con la metodología empleada en el análisis de la encuesta correspondiente a la primera etapa los Mercados Grandes corresponden a aquellos cuya capitalización bursátil es mayor a los 1.000.000 millones de dólares americanos (USD).

⁸ Los Mercados Medianos son aquellos con una capitalización bursátil mayor a los 50.000 millones de dólares (USD) y menor o igual a los 1.000.000 millones de dólares americanos (USD).

	Encuestado ⁶	Regulación	Supervisión	Disciplina	Grado de Activismo
Promedio		3	3.2	2.7	
Mercado Pequeño⁹	1	3	3	3	3
	2	2	2	2	2
	4	3	1	1	1.6
	5	4	4	4	4
	6	5	5	5	5
	7	3	1	1	1.6
	9	1	1	1	1
	11	2	2	2	2
	12	2	1	1	1.3
	14	1	1	1	1
	17	2	3	2	2.3
	18	3	3	3	3
	19	1	1	1	1
	21	-	-	-	-
23	3	3	3	3	
Promedio		2.3	2.0	2	

Se encuentra que en los mercados grandes los reguladores gubernamentales reciben un importante apoyo por parte de los organismos de autorregulación en el ejercicio de las actividades señaladas. En efecto, en tales mercados el rango de la calificación está entre 4 y 5. Si bien en los mercados medianos el apoyo del autorregulador al Gobierno es bajo, una jurisdicción tiene una calificación de 4. Lo mismo ocurre en los mercados pequeños donde la mayoría de las calificaciones son inferiores a 3, salvo por dos jurisdicciones que calificaron el apoyo en todas las actividades por encima de 4.

Se observa, entonces, que existe una relación positiva entre el tamaño del mercado y el grado de activismo. Entre más grande es el mercado, es mayor el apoyo que presta el respectivo autorregulador al Gobierno en el desarrollo de sus funciones. En una relación similar, se evidencia que entre más pequeño es el mercado el regulador gubernamental recibe un menor apoyo por parte de los organismos de autorregulación, aun cuando en un par de mercados pequeños hay un nivel alto de activismo. Por lo tanto, jurisdicciones con mercados pequeños no necesariamente están destinadas a tener organismos de autorregulación con bajo activismo.

La mayoría de las jurisdicciones tiene un bajo nivel de activismo. Únicamente en seis países de los veintitrés encuestados el apoyo de los organismos de autorregulación al Gobierno es alto. Es importante destacar que no hay jurisdicciones con un nivel de actividad medio. Producto de lo cual se puede argumentar que hacer el tránsito de un mercado con baja actividad de autorregulación a uno de alta no es sencillo y puede que se requieran ajustes estructurales. (Tabla 3).

⁹ Los Mercados Pequeños son aquellos con una capitalización bursátil igual o inferior a los 50.000 millones de dólares americanos (USD).

Los obstáculos para moverse hacia un mayor activismo en la autorregulación no fue uno de los temas preguntados en la encuesta. Sin embargo, algunas temas de carácter estructural se mencionan en los análisis de la misma e incluyen costos (que tienen una relación con el tamaño del mercado), practicas de gobierno corporativo, la marco de legal y de regulación, los antecedentes culturales, entre otros. Para que la autorregulación pueda ser efectiva el convencimiento de representantes de la industria respecto a un mayor grado de activismo de los SRO también es necesario. Los mecanismos que algunas jurisdicciones han utilizado para enfrentar estos obstáculos puede ser objeto de mayor estudio.

Tabla 3. Grado de activismo de la autorregulación al interior de las jurisdicciones de las Américas

Núm. Jurisdicciones	Grado de Activismo	Clasificación
6	Superior o igual a 4	Altamente activos
0	Superior a 3 e inferior a 4	Medianamente activos
15	Inferior o igual a 3	Baja actividad
2	No respondieron	

También es interesante notar que en las jurisdicciones donde hay un alto activismo por parte del Autorregulador, la calificación es positiva en el desarrollo de todas las actividades. Cuando el grado de activismo es deficiente, las calificaciones son bajas en cada una de la funciones de regulación, supervisión y disciplina. Esto indica que el activismo de la autorregulación no puede considerarse como un conjunto de actividades independientes, sino que cada función requiera de la otra, al estar relacionadas e interdependientes.

3.2.4 Modelos de autorregulación en las Américas y apoyo de los organismos de autorregulación al Gobierno en el desarrollo normativo, de supervisión y de disciplina del mercado

Los modelos de autorregulación se pueden caracterizar de la siguiente forma¹⁰:

- (i) Modelo Gubernamental:
El gobierno realiza la mayoría de las funciones de regulación y las bolsas tienen una función muy limitada o no realizan actividades de supervisión en sus mercados.
- (ii) Modelo de Autorregulación de bolsas limitado:
Las bolsas realizan funciones de regulación de primera línea para su mercado.
- (iii) Modelo de autorregulación de bolsas Fuerte:
Las bolsas regulan extensivamente al mercado y a sus miembros.
- (iv) Modelo de autorregulación independiente:
Autorregulador que es puramente una entidad de regulación y no un operador del Mercado.

¹⁰ conceptualización tomada de la presentación de John Carson en el "I Congreso de autorreguladores de las Américas" Realizado en Bogotá, Colombia. Noviembre 13-14, 2008.

(v) Autorregulación Voluntaria:

Es una entidad que no pertenece a ninguna de las ramas del gobierno/estado y que tiene competencia contractual (no proviene de la ley) de regular a sus miembros.

Se ha considerado conveniente evaluar la existencia de una correlación entre el modelo de autorregulación que se aplica en cada jurisdicción y el grado de activismo de los autorreguladores. Para el efecto, se comparó la calificación otorgada al apoyo del organismo autorregulador al Gobierno en cada actividad (regulación, supervisión, disciplina) con los modelos de autorregulación adoptados. Un país puede presentar uno o dos modelos, por lo que puede ocurrir el caso de que un mercado sea evaluado más de una vez. Mediante esta metodología se puede concluir acerca del impacto que tiene la adopción de un modelo de autorregulación sobre el activismo de la Autorregulación. Los resultados se pueden observar en la Tabla 4.

Tabla No. 4. Apoyo que recibe el Gobierno del autorregulador para adelantar las funciones de regulación, supervisión y disciplina clasificado por modelos de autorregulación

	Regulación	Supervisión	Disciplina	Grado de activismo	Rango
Modelo Gubernamental	1,9	1,6	1,6	1,7	De 1 a 3
Autorregulación voluntaria	3,4	2,8	2,3	3,0	De 1 a 4
Modelo Autorregulación bolsa limitado	3,2	3,1	2,9	3,1	De 1,3 a 5
Modelo Autorregulación bolsa fuerte	4,0	3,7	3,4	3,7	De 1,7 a 5
Modelo Autorregulador independiente	4,7	5,0	5,0	4,7	De 4 a 5

Se encuentra que el modelo gubernamental arroja el menor grado de activismo, lo que indica que hay poco espacio para el desarrollo de la autorregulación. En este caso, las funciones de regulación son exclusivas del regulador gubernamental y este es el único con capacidad de efectivamente velar por el cumplimiento de los principios consagrados en IOSCO¹¹.

En el otro extremo, en el modelo de autorregulador independiente el apoyo de la autorregulación al regulador es la más alta¹². Bajo este modelo, la relación entre los autorreguladores y reguladores se basa en la cooperación¹³. Entonces, los organismos de autorregulación funcionan como reguladores de primera línea y complementan la actividad del regulador. En las tres jurisdicciones que adoptan este modelo el apoyo se encuentra en un rango entre 4 y 5. Por lo tanto, los resultados de la encuesta indican que la adopción de la autorregulación al interior de las jurisdicciones es mayor cuando existe un organismo de autorregulación independiente.

¹¹ IOSCO (International Organization for Securities Commissions). Objectives and Principles of Securities Regulation. May 2003.

¹² Este resultado no implica necesariamente que el modelo de autorregulador independiente sea más exigente o activo que otros modelos de autorregulación. Históricamente ha habido experiencias de bolsas que son muy activas en sus funciones de autorregulación.

¹³ Howell, E. y Gkantis, S. Market as Regulator: a survey. Harvard law school. Octubre, 2006.

Sin embargo, este resultado se debe en parte al hecho de que tres de los países de las Américas que dependen en mayor grado de la autorregulación ahora utilizan el modelo de Autorregulación independiente. Adicionalmente, dos de estos países tienen una larga historia y tradición de hacer un uso extensivo de la autorregulación. Estos tres países en algún momento utilizaron o aún utilizan el modelo de Bolsa Fuerte.

En los modelos de autorregulación voluntaria de bolsa limitada y de bolsa fuerte el organismo de autorregulación apoya al Gobierno en un nivel medio en las funciones de regulación, supervisión y disciplina. Es importante notar que en estos modelos existe un rango de dispersión alto, por lo que la adopción de éstos no necesariamente determina el grado de activismo de la gestión de la autorregulación al interior de las jurisdicciones.

Al cruzar los resultados de los modelos de autorregulación con el tamaño de los mercados se encuentra que en los mercados pequeños el modelo que predomina es el gubernamental. De hecho, ocho de las quince jurisdicciones clasificadas como pequeñas cuentan con el modelo gubernamental. Estos resultados se pueden observar en la Tabla 5.

Tabla 5. Modelos de autorregulación por mercado grande, mediano y pequeño

Modelo	Encuestado	Modelo Gubernamental	de	de	de	de
			de	de	de	de
Autorreg.			Modelo autorregulación bolsas limitado	Modelo autorregulación bolsas fuerte	Modelo autorregulador independiente	Autorregulación voluntaria
Mercado Grande	3		•		•	
	10			•		•
	20		•	•	•	
Total		0	2	2	2	1
Mercado Mediano	8		•			•
	13		•			
	15		•	•		
	16				•	•
	22	•	•			
Total		1	4	1	1	2
Mercado Pequeño	1	•				
	2	•				
	4	•	•			
	5			•		
	6			•		
	7			•		
	9	•				
	11	•				
	12		•			

	14	•				•
	17			•		
	18					•
	19	•				
	21	•				
	23		•			
	8	3	4	0	2	
Total	9	9	7	3	4	
Porcentaje %	39	39	30	13	17	

En los mercados medianos el modelo que más se adopta es el de bolsa limitado. El modelo de autorregulación independiente se presenta únicamente en tres jurisdicciones, dos de las cuales son mercados grandes. Lo anterior reafirma que existe una relación positiva entre el tamaño del mercado y el nivel de actividad de los organismos de autorregulación al interior de las jurisdicciones.

Resulta interesante notar que en la mayoría de los mercados grandes y medianos para una misma jurisdicción coexisten dos o más modelos de autorregulación. Generalmente el modelo de autorregulador independiente coexiste con los modelos de bolsa limitado y bolsa fuerte. Esto significa que la existencia de un autorregulador independiente no necesariamente afecta el rol tradicional de autorregulación que desempeñan las bolsas de valores.

3.2.5 Sanciones impuestas por los organismos de la autorregulación

Los organismos de autorregulación disciplinan el mercado cuando el régimen regulatorio establecido permite la imposición de sanciones en el evento en que se presenten violaciones a la normatividad y cuando los programas de supervisión son lo suficientemente efectivos para detectar dichas irregularidades. El número de sanciones impuestas por los organismos de autorregulación permite cuantificar objetivamente la gestión de la autorregulación al interior de cada jurisdicción. La disciplina es el resultado de un marco normativo sobre el cual se puede sancionar la ocurrencia de transgresiones y de una efectiva supervisión que detecta los incumplimientos. Por esta razón, en la encuesta se indagó sobre el número de sanciones impuestas por los organismos de autorregulación durante el año 2008 en sus respectivas jurisdicciones. (Tabla 6)

Tabla 6. Sanciones impuestas

	Encuestado	Amonestaciones	Multas	Suspensiones	Expulsión del Autorregulador	Expulsión del mercado	Actividad Sancionatoria
Mercado grande	3	18	25	10	4	0	57
	10	15	3	7	0	N/A	25
	20 (2)	158	159	324	390	390	1421
Mercado mediano	8	1	2	0	0	N/A	3
	16	1	22	9	1	1	34
	22	0	0	0	N/A	N/A	0
Mercado pequeño	2	0	1	0	0	0	1
	9	0	1	0	N/A	0	1

(2) Se incluyen suspensiones y expulsiones de personas naturales y jurídicas

El análisis tiene una importante limitación que consiste en que únicamente ocho jurisdicciones contestaron la pregunta. Sin embargo, este hecho es significativo en sí mismo y puede sugerir que en las jurisdicciones que no respondieron la actividad sancionatoria por parte del organismo de autorregulación sea baja.

También es importante hacer unas observaciones metodológicas consideradas en el análisis. La primera es que las sanciones impuestas en algunas jurisdicciones pueden estar duplicadas, ya que sobre un mismo hecho se puede imponer más de una sanción. La segunda es que no existe un estándar de comparación por tamaño del mercado entre las jurisdicciones. En mercados más grandes hay un mayor número de operaciones, operadores, etc., y por lo tanto también se puede esperar un mayor número de infracciones.

Como era de esperarse en los mercados grandes se observa un alto nivel de actividad disciplinaria. Por otra parte, en los mercados pequeños y medianos la actividad es casi nula exceptuando una jurisdicción del mercado mediano. Esto demuestra igualmente que existe una correlación positiva entre el tamaño del mercado y la actividad sancionatoria de los organismos de autorregulación al interior de las jurisdicciones. No obstante, teniendo en cuenta que en una jurisdicción mediana se observó un cierto grado de actividad disciplinaria, puede señalarse que la efectiva gestión de supervisión no está reservada a los mercados grandes.

3.3 Reflexiones finales respecto el activismo de los autorreguladores

A partir de las respuestas analizadas por el Grupo de Trabajo, y del análisis del cumplimiento de los principios de IOSCO sobre Autorregulación realizado a través de las evaluaciones contenidas en los FSAPs que el Banco Mundial han realizado en las Américas, es posible obtener un mayor entendimiento acerca del activismo de los organismos de autorregulación de las Américas en sus respectivas funciones. Como se muestra a lo largo del presente documento, las prácticas de autorregulación y su grado de activismo varían entre las diferentes jurisdicciones. En términos generales se encontró que el tamaño de los mercados y el modelo de autorregulación empleado influyen en el grado de activismo.

Existe una relación positiva entre el tamaño del mercado y el nivel de actividad de los organismos de autorregulación en la gestión de regulación, supervisión y disciplina al interior de las jurisdicciones. Por ejemplo, es un hecho conocido que los Estados Unidos, Canadá y Brasil tienen sistemas relativamente fuertes de autorregulación con importantes responsabilidades en la regulación de los intermediarios de valores y la negociación en bolsas de valores y otros mercados.

Esta conclusión se refuerza con el análisis hecho sobre la actividad sancionatoria. Los resultados de este análisis muestran que existe una relación positiva entre el tamaño del mercado y la actividad disciplinaria que ejercen los organismos de autorregulación en las jurisdicciones evaluadas.

Aunque el 90% de las jurisdicciones afirma realizar una gestión de autorregulación, en la mayoría se percibe una baja actividad. Vale la pena resaltar que no hay jurisdicciones con un nivel de apoyo medio al Gobierno.

En algunos mercados medianos y pequeños existe presencia de un grado de activismo alto. En Colombia por ejemplo se modificó el régimen regulatorio para introducir una autorregulación con

mayor grado de fortaleza. Lo anterior, permite concluir que el tamaño del mercado no es un impedimento para que reguladores gubernamentales perciban la autorregulación como un mecanismo importante para complementar su gestión de supervisión de los mercados.

El grado de activismo de la autorregulación varía dependiendo del modelo de autorregulación adoptado al interior de las jurisdicciones. En general, modelos que implican una mayor independencia del organismo de control estatal conllevan a un mayor activismo. Por ejemplo, se encontró que en los modelos de autorregulación independiente de los reguladores y de la operación de mercados la actividad de la autorregulación es relativamente más fuerte y tienen mayores responsabilidades. En países que utilizan un modelo independiente como Estados Unidos y Canadá el activismo de los SRO es alto y estos organismos tienen un rol importante de regulación de los mercados.

4 CONFLICTOS DE INTERÉS EN LAS BOLSAS DE VALORES

4.1 Introducción

La autorregulación en los mercados bursátiles ha sido tradicionalmente una función propia de las bolsas de valores. De hecho, la primera manifestación formal de autorregulación corresponde a la Bolsa de Valores de Londres seguido por la Bolsa de Valores de Nueva York¹⁴.

Al igual que muchos agentes económicos, las bolsas de valores no están exentas de conflictos de interés¹⁵, en los diversos roles y actividades que realizan. Como parte de la evolución de los esquemas de autorregulación y mecanismos para administrar conflictos de interés presentes en las bolsas, algunas de éstas han separado las funciones de supervisión y disciplina de mercado de la administración y funcionamiento ordinario del negocio. Esta tendencia ha sido particularmente notoria en los casos en los que las bolsas se han desmutualizado.

Los conflictos de interés que se presentan en las bolsas de valores dependen de las funciones que realizan y de cómo su gobierno corporativo permite la adecuada administración de los mismos. Cuando el esquema gobierno corporativo le otorga mayor relevancia a los intereses de los intermediarios, puede presentarse un conflicto frente a las funciones de mantener un mercado organizado que protege a los inversionistas.

Todas las bolsas tienen un rol común consistente en proveer un lugar de encuentro a los intermediarios para que realicen de manera eficiente las transacciones de valores. No obstante, la estructura de propiedad puede diferir entre sí (mutuales¹⁶ o desmutualizadas¹⁷). Adicionalmente, las bolsas pueden asumir voluntariamente o de manera obligatoria responsabilidades y funciones de autorregulación. Estas responsabilidades generalmente incluyen: mantener ordenado el funcionamiento del mercado, elevar los estándares de profesionalismo en el mercado, mantener altos estándares de conducta y ética de los participantes y velar por el cumplimiento de la regulación.

En el presente capítulo se discuten aquellos aspectos relacionados con los conflictos de interés presentes en las bolsas de valores, la manera como los mismos se profundizan dependiendo de la estructura de la propiedad y su rol como autorreguladores. También se discuten algunas experiencias internacionales respecto la autorregulación y la administración de conflictos de interés en bolsas de valores.

¹⁴ International Council of Securities Associations (ICSA). Self-Regulation in Financial Markets: An Explanatory Survey. Septiembre de 2006.

¹⁵ Se habla de conflicto de interés, en aquellas situaciones en que una entidad tiene dos o más intereses que se contraponen entre sí. Por ejemplo, el médico que percibe una remuneración por operar a un paciente, siendo él mismo el que determina si este último debe ser operado.

¹⁶ Para efectos del documento, se considerarán también como mutuales, las bolsas en las que el gobierno corporativo de la entidad representa mayormente el interés de los intermediarios de valores.

¹⁷ Para efectos del documento, se considerarán también como desmutualizadas, las bolsas en las que el gobierno corporativo de la entidad no representa en su mayoría el interés de los intermediarios de valores.

4.2 Roles de las bolsas de valores

Los distintos roles que desempeña una bolsa, se pueden resumir en los siguientes conceptos:

Proveer un Lugar de Encuentro: las bolsas son responsables de proveer a los intermediarios de valores de un lugar, físico o electrónico, en el que éstos puedan realizar sus operaciones, de manera equitativa, ordenada, competitiva y transparente, con el objeto de garantizar la existencia de un mercado unificado en el que se pueda lograr la mejor ejecución de las órdenes de los clientes.

Regulador del Mercado: como parte de su rol principal, las bolsas definen sus normas de operación y además, en el caso de las bolsas con esquemas de autorregulación, pueden establecer normas de listado y de conducta a sus participantes. Esto, para resguardar la existencia de las cualidades antes referidas.

Maximizador de Beneficios: como agente económico la bolsa debe maximizar los beneficios que genera a sus dueños, ya sea a través del cobro de menores costos a los intermediarios, en el caso de una bolsa mutual, o de la distribución de mayores utilidades, en el caso de las desmutualizadas.

A partir de la lectura de tales roles pareciera que las bolsas y los reguladores tendrían los intereses naturalmente alineados, puesto que éstas como proveedoras de un lugar de encuentro deben mantener condiciones de funcionamiento y ordenamiento mínimas para garantizar la seguridad y eficiencia en las transacciones de valores que requieren los agentes del mercado. Lo anterior debería traducirse en un ejercicio de optimización entre la carga regulatoria, los costos de operación y el reparto de beneficios.

Sin embargo, no necesariamente los intereses estarán naturalmente alineados debido a que dicha optimización incorpora las distintas percepciones que el Regulador, accionista o usuario tiene respecto de la combinación óptima de variables mediante las cuales la bolsa puede lograr ese objetivo. Las ponderaciones, en términos de importancia al momento de tomar las decisiones, se realizan de acuerdo con la relevancia que tiene cada variable para cada agente, en función de la capacidad que tiene de influir en la entidad. Por ejemplo, para el regulador podría lograrse el equilibrio con una mayor carga regulatoria, para el accionista con una mayor tarificación y para el usuario-intermediario con una menor carga regulatoria o tarificación. Por lo que los intereses pueden entrar en conflicto, a pesar que todos valoran de igual forma la seguridad del mercado secundario como un bien público.

4.3 Conflictos de interés

El análisis de los conflictos de interés en las bolsas de valores incluye los roles que desempeñan, así como tres variables fundamentales: la tarificación y competitividad, la carga regulatoria producto del ejercicio de autorregulación y la capacidad de innovación de la bolsa.

(i) Tarificación y Competitividad

Para poder funcionar permanentemente y cumplir las distintas funciones que desempeña, la bolsa debe contar con ingresos que le permitan cubrir todos sus costos, para lo cual define una estructura de tarificación que puede contemplar cobros en la

forma de cargos por incorporarse a la bolsa, por el uso de sus sistemas de negociación o por el acceso a la información generada por ella.

Dentro de los costos de acceso, pueden contemplarse costos de listado y de membresía a los intermediarios y, en los de operación, costos por uso del sistema y por la información pre y post negociación.

(ii) Carga Regulatoria

La regulación es aquella que permite a una bolsa definir aquellos estándares de acceso, conducta y operación necesarios para proveer a los distintos agentes del mercado de un lugar en el que puedan obtener financiamiento e invertir al menor costo posible.

A través de la preservación de ciertos estándares de orden, transparencia, equidad y competencia que, en su conjunto, dan garantías suficientes a los agentes respecto de la calidad, en términos de seguridad y eficiencia, que tiene el mercado en el que realizarán sus operaciones.

Para que tales estándares se cumplan, debe existir un monitoreo permanente y, en caso de detectarse incumplimientos, deben aplicarse las medidas disciplinarias que correspondan a objeto de dar señales claras respecto de las consecuencias que tiene para los agentes incurrir en mantener conductas que atentan contra los principios que deben primar en los mercados.

(iii) Innovación

Las bolsas deben estar permanentemente detectando las nuevas necesidades de sus usuarios y clientes, y adaptar sus plataformas transaccionales para satisfacer esas necesidades, ofreciendo a su vez nuevos productos que les permitan diferenciarse de otros mercados.

Estas variables pueden responder, en algunos casos, a necesidades contrapuestas entre sí. Por lo tanto, la existencia y relevancia de los conflictos de interés en una bolsa de valores dependerá de la combinación óptima de cada una de estas variables.

La ponderación otorgada a cada variable dentro del ejercicio de optimización (mediante el cual se sopesan intereses en conflicto) tiene un impacto en el equilibrio eficiente respecto los roles que desempeñan las bolsas de valores. Esta ponderación depende de la estructura de propiedad o gobierno corporativo que tenga la bolsa.

A continuación se explica cómo cada variable incide en el proceso de optimización de las bolsas.

4.3.1 Tarificación y Competitividad

En un mercado competitivo, el número eficiente de intermediarios debería ser, en términos generales, consecuencia de la combinación entre ingresos y costos de ejercer la actividad.

Dentro de los costos, estará la tarificación definida por la bolsa y los costos asociados a la regulación. Los ingresos estarán conformados por las comisiones por corretaje percibida por los intermediarios en función de la participación de mercado que tengan, los cuáles se encuentran en función del tamaño del mercado, y otras rentas que perciban por su inversión en la bolsa de valores (dividendos, por ejemplo).

En un mercado competitivo, el equilibrio debiera permitir a los intermediarios cubrir los costos de ejercer la actividad, incluido su costo de capital.

Para que una bolsa, manteniendo las características necesarias que le permitan garantizar la existencia de un mercado eficiente, sea atractiva para los intermediarios, deberá establecer una estructura tarifaria y un marco regulatorio tal que le permita a éstos, a partir de la participación de mercado que tengan y dado el tamaño del mercado de valores, cubrir sus costos.

Partiendo de la base que para los clientes de los intermediarios el costo relevante es el valor final que se le carga por acceder el mercado, es indiferente la proporción que proviene de la comisión por el corretaje y de la tarifa de la bolsa.

Debido a que en las bolsas mutuales, quienes ejercen la actividad de corretaje son los dueños o administradores de la bolsa y puesto que es poco probable que todos los usuarios de la bolsa tengan la misma participación, en términos del volumen, se busca un equilibrio que maximice la renta de cada usuario y no la generación de utilidades de la bolsa. Esto, en caso que las utilidades se repartan uniformemente entre los dueños de la bolsa y no en función de los montos transados.

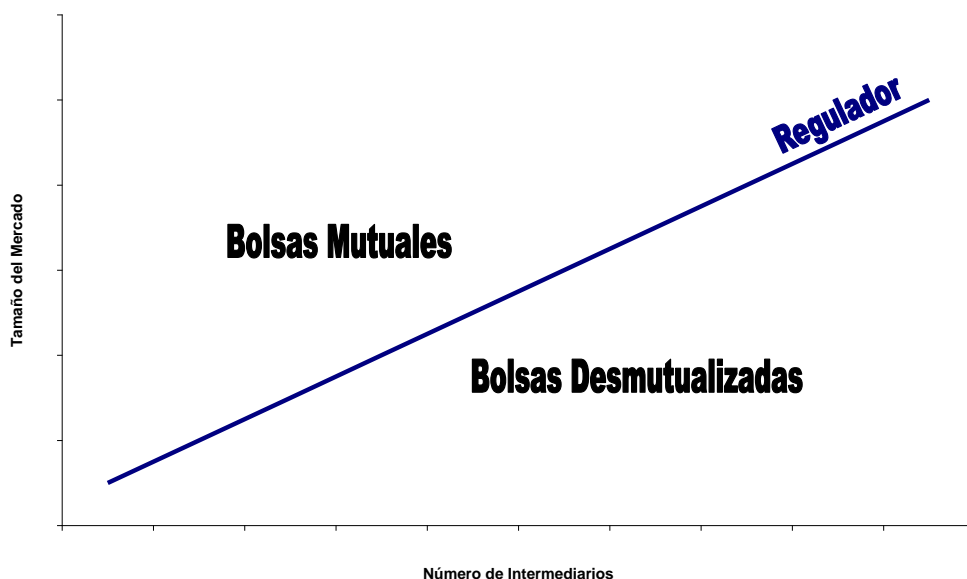
En el entendido que las tarifas deben permitir mantener la infraestructura de la bolsa y la seguridad del mercado, para hacerse más atractiva frente a sus dueños, al no poder seguir reduciendo sus cobros, las bolsas podrían tender a restringir el número de usuarios para garantizar a los intermediarios una mayor participación de mercado.

Por el contrario, en las bolsas desmutualizadas, debido a que pueden existir rentas asociadas al número de usuarios que éstas posean, se tendrán incentivos a buscar equilibrios con un mayor número de intermediarios, aunque manteniendo aquella participación de mercado mínima necesaria para que éstos tengan el interés de seguir participando de ésta.

Desde la perspectiva del Regulador, en materia de competitividad, el equilibrio debiera ser aquel que maximiza el número de intermediarios en el mercado, para fomentar la competencia, sujeto a que los ingresos que éstos perciben sean suficientes para cubrir los costos de mantener altos estándares de operación.

Gráficamente, los equilibrios podrían representarse como una combinación entre tamaño de mercado y número de intermediarios.

Gráfico 1. Equilibrio Entre el tamaño de mercado y el número de intermediarios



Partiendo de la base que el regulador busca un adecuado equilibrio entre el número de intermediarios en relación con el tamaño de mercado (línea azul), las bolsas mutuales debieran tender a buscar equilibrios sobre ese óptimo, en que el número de intermediarios sería inferior al deseado por del regulador para un tamaño de mercado dado, y las desmutualizadas bajo éste, con un número superior de intermediarios para ese mismo tamaño de mercado.

Por su parte, en lo que a tarificación se refiere, en las bolsas mutuales en que los beneficios se distribuyan uniformemente, se presentará un incentivo a cobrar tarifas que cubran los costos de infraestructura, para el cumplimiento de los estándares¹⁸ exigidos por el mercado, a la vez permitan a cada usuario maximizar sus ganancias particulares por el ejercicio de la actividad.

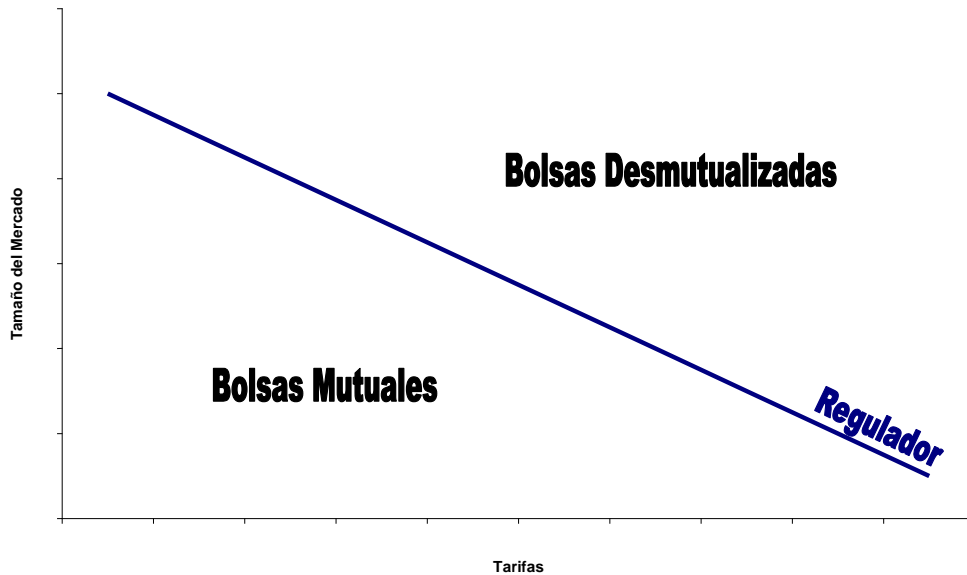
Las bolsas desmutualizadas, debido a que deben maximizar las utilidades para sus accionistas, el equilibrio se da en el punto en el que las tarifas corresponden a las más altas posibles manteniendo atractiva la actividad de corretaje utilizando los sistemas de la bolsa.

Por su parte, el Regulador espera que las tarifas que cobre la bolsa, fueran las mínimas necesarias para cubrir aquellos costos en que ésta debe incurrir para preservar los estándares de seguridad y calidad que se espera de ella. Si bien pareciera que en el caso de las bolsas mutuales sus intereses podrían estar alineados con los del Regulador en esta materia, por un problema de percepción acerca de lo que se entiende por estándar mínimo, los intereses podrían diferir.

En términos gráficos, se pueden representar los equilibrios de la siguiente manera:

¹⁸ Tanto estándares de regulación como de operación.

Gráfico 2. Equilibrio Entre el tamaño de mercado y las tarifas que se cobran



4.3.2 Carga Regulatoria

Si bien, el grado de autorregulación que tendrá una bolsa depende del marco regulatorio de cada jurisdicción, en mayor o menor medida todas las bolsas tienen facultades para definir normas a sus usuarios.

En el caso de las bolsas con mayores facultades regulatorias (las que son a su vez organismos de autorregulación), dependiendo de sus atribuciones, pueden definir normas de acceso a los usuarios, normas para aceptar la cotización de valores, normas de conducta a los intermediarios y normas propias de operación o uso de sus sistemas. También puede supervisar el cumplimiento de estas normas y sancionar a quienes infrinjan sus propias disposiciones o las generales del mercado.

Por lo tanto, el Regulador espera que las bolsas establezcan normas, fiscalicen su cumplimiento y apliquen las sanciones que correspondan. Esto como arreglo institucional necesario para que exista un mercado ordenado, equitativo, competitivo y transparente, en el que se llevan a cabo transacciones de manera eficiente, con suficiente libertad para que se presente innovación en la actividad de intermediación y donde no se incrementan innecesariamente los costos de financiación en el mercado de valores.

No obstante, los intereses entre el regulador y las bolsas de valores, mutualizadas o desmutualizadas, no siempre están alineados. Ambos buscan un mercado seguro y eficiente, pero puede darse una diferencia en la percepción respecto a cuáles son las condiciones de seguridad y eficiencia necesarias para el normal funcionamiento del mercado.

Adicionalmente, cuando los inversionistas o emisores no tienen otras alternativas para satisfacer sus necesidades de inversión y financiación, respectivamente, o acceder a éstas les resulta muy oneroso, el ejercicio de optimización puede resultar en equilibrios que el Regulador no considera óptimos. En los casos en los que los participantes incurren en altos costos para acceder a otros mercados es más probable alcanzar equilibrios con una menor carga regulatoria y en aquellos en

que hay mayor capacidad, una mayor carga regulatoria. En ambos casos se supone que el equilibrio es superior al mínimo exigido por los agentes para participar en el mercado (generalmente reflejado en el marco jurídico imperante).

Los costos de regulación también influyen de manera determinante en el desarrollo del mercado. De una parte las cargas regulatorias son un costo directo que perciben las bolsas de valores e intermediarios del mercado. De otra parte, los beneficios de la regulación percibidos por las bolsas de valores y los intermediarios son indirectos, ya que dependen de la preferencia de los agentes frente a otras alternativas de financiamiento o de inversión.

En el caso de las bolsas mutuales, desde la perspectiva de los intermediarios, la mayor regulación no tendría un beneficio claro ya que es probable que exista confianza en la relación comercial imperante entre ellos, en el entendido que éstos decidieron participar en conjunto en la propiedad de un mercado en el cual pueden transar eficientemente. En este caso, el equilibrio vendría dado por el establecimiento de la mínima carga regulatoria que asegure que dicha relación de confianza se mantenga en el tiempo.

Al mismo tiempo, podría existir el incentivo a utilizar tal regulación, para limitar el ingreso de nuevos actores por el mayor riesgo de contraparte. Igualmente puede utilizarse para mantener la rentabilidad de su actividad. En estos casos, se rompe con el principio de velar por los intereses del mercado por encima de los propios.

Adicionalmente, en las bolsas mutuales, la supervisión a los intermediarios podría ser entendida como una muestra de desconfianza hacia sus pares o una práctica desleal para obtener información estratégica de éstos. Las sanciones, como un cuestionamiento al actuar de sus pares, podría deteriorar la relación de confianza que los motivó a formar una sociedad en conjunto. Esto resulta en que se desincentivan las funciones de supervisión y disciplina que ejercen las bolsas de valores.

Desde la perspectiva de las bolsas desmutualizadas, el establecimiento de mayores cargas regulatorias, por las limitaciones y costos que conllevan para los intermediarios, podrían terminar haciéndola menos competitiva o atractiva para nuevos usuarios. Lo anterior tiene un impacto negativo en sus utilidades por los mayores costos que le genera tener que contar con una infraestructura destinada a regular, fiscalizar y sancionar, sin que con ello se generen rentas directas que puedan presentar como utilidades.

En teoría, las sanciones pecuniarias podrían ser una fuente de ingreso para una bolsa, pero es poco plausible que se apliquen sanciones para generar mayores rentas. Esta situación implica que se cuestione la actividad sancionatoria por considerarse arbitraria. Igualmente, no es una situación sostenible en el tiempo ya que los intermediarios y emisores se retirarían del mercado pues no da garantías suficientes respecto de su equidad y seriedad. Todo lo anterior tiene una seria repercusión reputacional para el mercado.

Entonces, a diferencia de las bolsas mutuales, las desmutualizadas no se verían enfrentadas a la interrogante respecto de cómo la supervisión y sanción alteraría la relación de confianza y respeto entre pares. Sin embargo, puede ocurrir que su rol como maximizador de beneficios tenga una mayor relevancia que el rol de regulador.

Adicionalmente, en aquellos casos en que la acción de la bolsa se cotizara en sus propios sistemas de negociación, ésta podría ejercer una fiscalización menos rigurosa sobre ella misma, en su calidad de emisor, o privilegiar intereses particulares por sobre el interés público, como por ejemplo, en aquellas situaciones en que tuviera que revelar información estratégica ante fluctuaciones anormales en los precios de sus acciones.

Lo anterior ha llevado a que en muchos casos se separe la administración del negocio de las bolsas desmutualizadas se separe de las funciones de regulación.

4.3.3 Innovación

Las bolsas de valores deben estar en capacidad de adaptarse a los cambios y nuevas necesidades del mercado. Sus sistemas y regulación deben permitirles ser competitivas frente a otros mercados. Por lo anterior, estas entidades adoptan un rol activo en la búsqueda de nuevas soluciones transaccionales y de maneras para optimizar la carga regulatoria.

Para el Regulador, en el entendido que la innovación genera mejoras en la infraestructura del mercado lo que puede redundar en menores costos de transacción, resulta deseable que las bolsas tengan un rol activo en la búsqueda de soluciones y oferta de nuevos productos. Lo anterior siempre que no se deterioren las cualidades que deben primar en un mercado secundario de valores. Desde la perspectiva de éste, la bolsa debería mantener un equilibrio tal que le permita innovar sin afectar la organización del mercado de valores.

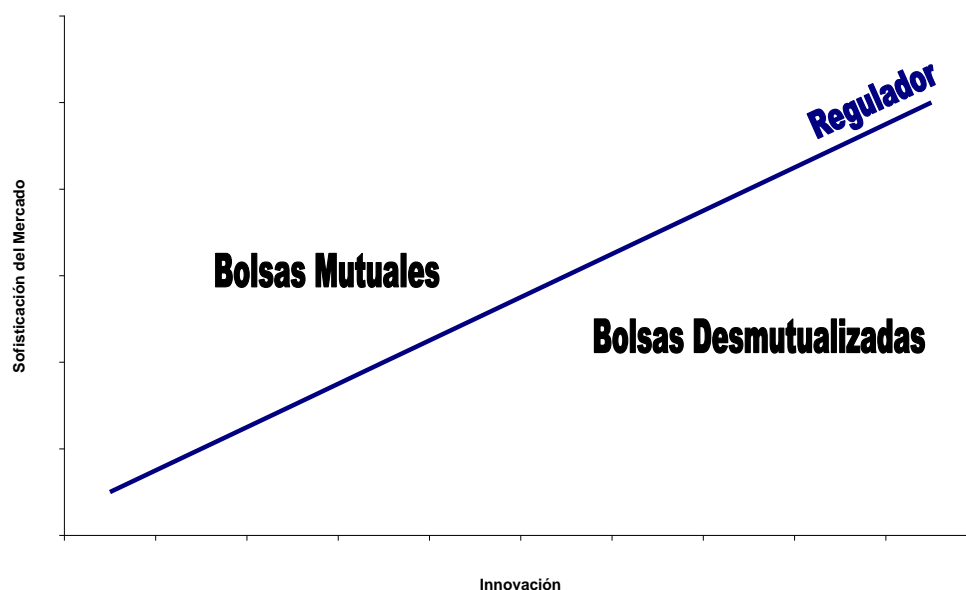
En el caso de la bolsa desmutualizada, debido a que debe maximizar las utilidades para sus accionistas, pueden existir fuertes incentivos a privilegiar la innovación sobre la existencia de una regulación de estándares estrictos. La capacidad para anticiparse a las necesidades del mercado le otorga un elemento diferenciador dándole ventajas competitivas respecto de otros mercados. Pero, de otra parte, cuando la regulación se convierte en un elemento limita la flexibilidad para innovar o su capacidad de adaptación, tiende a relegar la función de regulación.

Por lo que en la búsqueda de su equilibrio tenderá a dar una mayor importancia a la innovación, respecto de la regulación, aunque sin descuidar ésta última para no perder su calidad, en los términos de seguridad y eficiencia antes descritos.

Por el contrario, una bolsa mutual puede terminar asumiendo un rol menos activo frente a la innovación. Como en este caso no se percibe un beneficio directo asociado a la anticipación de las necesidades del mercado, los costos asociados a la innovación son asumidos por todos los usuarios por igual independiente de su participación en el mercado. Es decir, los beneficios de innovar son percibidos principalmente por los intermediarios que más transan, mientras que los costos son sufragados por todos los usuarios.

En el entendido que el Regulador puede estar dispuesto a entregar mayores espacios para la innovación, en mercados con inversionistas más sofisticados, los equilibrios a los que se debiera tender en términos de innovación debieran mantener la relación que se grafica a continuación:

Gráfico 3. Equilibrio entre la sofisticación del mercado y la innovación



Como se observa en la gráfica, una bolsa desmutualizada debería tender a ser más activa en la búsqueda de nuevos productos o servicios, buscando equilibrios que la hagan más innovadora que lo que ocurriría en un bolsa mutual (área bajo la línea azul), a un mismo nivel de sofisticación del mercado, dado que tendrá que satisfacer tanto a sus usuarios como accionistas, debiendo generar mayores rentas por si misma, lo que la llevaría a equilibrios mayores que los que el regulador podría esperar como óptimo (línea azul).

4.4 Panorama Internacional

A continuación se describen algunas experiencias respecto el desarrollo de prácticas de gobierno corporativo en bolsas de valores y mercados de diferentes tamaños e historia. Estas son Estados Unidos, Brasil y Colombia.

4.4.1 Estados Unidos

Los conflictos de interés relacionados con ser operador y regulador de los mercados de Estados Unidos y las acciones tomadas para mitigar estos conflictos se consideran en esta sección. Los casos expuestos son: La *National Association of Securities Dealers* (NASD), la *New York Stock Exchange* (NYSE) y la *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA).

Como lo establece este capítulo, hay conflictos de interés inherentes al hecho de ser operador y regulador del mercado. En el caso de la NASD (quién fundó y operó NASDAQ) y la NYSE, que era a la vez bolsa y autorregulador, estos conflictos con el tiempo se hicieron evidentes, volviéndose aún más pronunciados cuando estos administradores de sistemas se desmutualizaron y se convirtieron en entidades con ánimo de lucro. Para mitigar estos conflictos en el transcurso de los años se han tomado unas medidas, principalmente en relación con su gobierno corporativo.

NASD fue dueña y operó NASDAQ por más de 30 años. Cuando NASD fundó NASDAQ, en 1971, éste era un tablero electrónico para publicar posturas, pero no conectaba a compradores y vendedores. Gradualmente, se convirtió en un mercado de acciones al agregar reportes de operaciones realizadas y su volumen convirtiéndose en un sistema de negociación automatizado. Con el tiempo los conflictos de interés entre la responsabilidad de NASD de regular NASDAQ y los intereses de los miembros más importantes que transaban en este mercado se hicieron evidentes.

Un punto de quiebre para NASD surgió en 1996 cuando la SEC expidió el reporte 21 (a)¹⁹, requiriendo que NASD y NASDAQ hicieran reformas significativas. A partir de este reporte se llevaron acciones disciplinarias contra grandes participantes del mercado, debido, en opinión de la SEC a los siguientes factores:

- Grandes miembros participando en una proporción significativa de la junta de NASD
- Gran influencia de los miembros sobre el desarrollo de los procesos disciplinarios dada su fuerte representación en los comités en lo que se decidía que casos llevar a cabo.

Al mismo tiempo, la SEC instauró procesos administrativos en contra de NASDAQ por fijaciones de precios restrictivos por parte de algunos creadores de mercado de NASDAQ. Este escándalo llevó a cuestionamientos la efectividad de NASD como regulador de sus miembros.

El reporte 21 (a) de la SEC conllevó a importantes reformas especialmente, a la separación de la regulación de las operaciones para minimizar los conflictos de interés, las cuáles incluyeron los siguientes aspectos:

- La Junta de NASD y todos sus comités relevantes fueron balanceados – el número de representantes independientes igualó o excedió el número de representantes de la industria.
- NASD Regulation Inc. se convirtió en una subsidiaria independiente
- El personal de NASD Regulation Inc. se convirtió en autónomo e independiente de los miembros (por ejemplo se le dio discreción sobre que materias investigar y disciplinar, así como para la aprobación de membrecías).
- Se contrataron oficiales para las salas de audiencia de los procesos disciplinarios que hacen las veces de jueces.
- Un amplio grupo de auditores internos independientes comenzaron a revisar todos los aspectos de NASD (incluyendo las funciones de regulación y disciplina)

Cuando NASDAQ decidió convertirse en una entidad con ánimo de lucro, a finales de los noventa, ocurrieron otros cambios. Con esta decisión INASD enfrentaba un reto mayor: mantener adecuados estándares de regulación, ante mayores presiones para aumentar sus ingresos y reducir sus costos. NASD optó por resolver este conflicto despojándose de su participación en NASDAQ, y así, cesó de ser dueño y operador de mercados. En el año 2000 NASDAQ se listó en bolsa y NASD comenzó a vender sus intereses en NASDAQ. Para el año 2002 NASD y NASDAQ eran dos entidades separadas operacionalmente y NASD había vendido la mayor parte de su participación en NASDAQ.

¹⁹ La sección 21(a) del *Exchange Act* autoriza a la Comisión para investigar violaciones a las leyes federales de valores y, a su discreción, a publicar información concerniente a cualquiera de esas violaciones.

Para el año 2006 NASD completó la venta de sus acciones de NASDAQ y se convirtió en un regulador privado con ninguna participación como dueño u operador de mercados.

La NYSE tomó un camino diferente para mitigar los conflictos de interés entre su rol como operador/dueño de mercados y su rol como regulador de ese mercado, llegando finalmente a la misma solución. Al igual que NASD la NYSE enfrentó retos para mitigar los conflictos de interés entre la operación y la regulación. Sin embargo, su habilidad para mitigar estos conflictos y regular adecuadamente a sus miembros generó inquietudes en 2003 cuando se enfrentó a diversos escándalos.

La Junta de NYSE aparentemente no tenía la voluntad de ir en contra de su presidente, Richard Grasso (quién también contralaba las funciones de regulación), cuando aprobó un paquete para su remuneración de 187 millones de dólares. Esta suma fue considerada exorbitante para una entidad sin ánimo de lucro. Al mismo tiempo, hubo un número de investigaciones conjuntas por parte de la NYSE y de la SEC respecto a prácticas de interposición y adelantamiento a las órdenes de los clientes, por parte de los especialistas, lo que generó inquietudes sobre la capacidad del área de supervisión de la NYSE para vigilar estos operadores²⁰.

A raíz de estos escándalos, la NYSE adoptó nuevos estándares de gobierno corporativo que incluyeron los siguientes:

- La adopción de una Junta Directiva conformada exclusivamente por independientes (sin representación de miembros)
- Separación de las funciones del presidente de la compañía y el presidente de la Junta Directiva.
- Creación de un Comité de Regulación de la Junta Directiva
- Un requerimiento al Director de Regulación (*Chief Regulatory Officer*) de reportar directamente al Comité de Regulación de la Junta Directiva.

En ese momento, la NYSE no separó completamente sus funciones de regulación de sus operaciones. Este cambio se dio posteriormente en el contexto de la fusión entre la NYSE y Arca, en el 2006. La fusión transformó al GRUPO NYSE en una entidad con ánimo de lucro listada en Bolsa y desmutualizada. Como parte del proceso de fusión la SEC aprobó cambios de gobierno corporativo que incluyen:

- La creación de NYSE Regulation como una subsidiaria sin ánimo de lucro
- Una estipulación que la mayoría de representantes de la Junta Directiva de NYSE Regulation no fueran a su vez representantes de la Junta Directiva del GRUPO NYSE
- Un requerimiento en el que el Director de Regulación (*Chief Regulatory Officer*) reporte exclusivamente a la Junta Directiva de NYSE Regulation

En junio de 2006 la NYSE y NASD comenzaron un acercamiento que resultó en la fusión de NYSE Regulation con NASD. Ese mismo mes la NYSE anunció su proceso de fusión con Euronext. El

²⁰ En abril de 2005 la NYSE acordó con la SEC un proceso por fallas en la adecuada detección, investigación y disciplina de sus especialistas que realizaron, entre 1999 y 2003, prácticas ilegales de transacciones de posición propia de manera generalizada.

GRUPO NYSE había embarcado un ambicioso plan de expansión en mercados externos y quiso enfocarse en sus objetivos de negocio, sin tener que inquietarse por los costos y responsabilidades asociadas a la regulación de sus miembros. Esta decisión también sirvió para reducir las preocupaciones de sus socios europeos respecto al alcance que hubiese podido tener la NYSE sobre los miembros en Europa.

En julio de 2007 se formalizó el proceso de fusión cuando la NASD y NYSE Regulation conformaron FINRA, un Organismo de Autorregulación independiente que no opera ni tiene participación en la operación de mercados. El gobierno corporativo de FINRA se caracteriza por:

- Una Junta Directiva que consiste en su mayoría de directores independientes
- Funcionarios de FINRA, y no los comités de industria, autónomamente deciden que casos se investigan y son oficiales de las salas de audiencia quienes juzgan los casos.
- Los Comités de Miembros sirven exclusivamente como asesores dentro del proceso de expedición de la regulación.
- Todos los comités relevantes están balanceados (miembros independientes igualan o exceden a los representantes de la industria).

4.4.2 Brasil

En 2007, la Bolsa de Valores de San Pablo (BOVESPA) inició sus estudios en relación con el proceso de desmutualización, y se hizo evidente un potencial conflicto de interés relacionado con la futura inscripción en esa bolsa, el cual fue uno de los principales temas a resolver. La inscripción de acciones ordinarias de la misma bolsa podía generar conflictos de interés relacionados con las funciones de autorregulación de la misma y sus intereses como compañía listada. Como operador del mercado, BOVESPA tenía la responsabilidad de establecer requerimientos para el listado, así como estándares de divulgación de información de los emisores. La reducción de estos estándares para el beneficio propio de la bolsa como compañía listada podía afectar su imagen y su reputación.

Paralelamente, la Comisión de Valores de Brasil (CVM) se encontraba desarrollando un nuevo marco regulatorio en un panorama donde las bolsas son compañías públicas auto-listadas.

Uno de los objetivos centrales de la CVM era mitigar estos potenciales conflictos de interés considerando que las bolsas tienen un rol como organismos autorreguladores con funciones que complementan a los reguladores.

Como resultado, se expidió la regla CVM 461/07 la cual dedica un capítulo entero a la definición de reglas relacionadas con las funciones de autorregulación dentro de la bolsa, así como, a su estructura organizacional. De conformidad con la norma, la bolsa debe constituir un departamento de autorregulación separado, nombrar a un director de regulación (Self-Regulatory Officer) y elegir a una junta de autorregulación compuesta en su mayoría por representantes independientes. La regla de la CVM también estableció que el departamento de autorregulación tiene el mandato de acceder a toda la información del mercado o cualquiera otra relevante, para adelantar investigaciones relativas a conductas sospechosas de los participantes del mercado y sus empleados, así como, para asegurar su cumplimiento mediante disciplina.

Para afrontar estas preocupaciones, se analizó la experiencia internacional y BOVESPA decidió crear una entidad subsidiaria denominada BOVESPA Market Supervision (BSM), con autonomía presupuestal y gobierno corporativo independiente. Simultáneamente, la bolsa de futuros y commodities de Brasil (BM&F) decidió crear un departamento de autorregulación. Después de la desmutualización y listado público, BOVESPA Holding y BM&F fusionaron sus dos estructuras, proceso que finalizó en mayo de 2008. La BSM se convirtió en el Grupo BM&FBOVESPA S/A.

La BSM se concentra en todas las actividades relacionadas con la supervisión del mercado y disciplina. Opera como una entidad financieramente autónoma sin ánimo de lucro, con su propio presupuesto, infraestructura y empleados. Las fuentes de ingreso de la BSM consisten principalmente en contribuciones de sus funciones de supervisión, monitoreo, inspección y auditoría. La BSM también es responsable por verificar el adecuado funcionamiento de las actividades de vigilancia de BM&FBOVESPA y del monitoreo de aspectos relacionados con el auto-listamiento. Esta última actividad se realiza considerando la totalidad del universo de eventos, lo que implica que no se pueden utilizar técnicas de muestreo.

La junta directiva para la autorregulación en la BSM se compone de ocho miembros, cinco de los cuales son independientes, uno corresponde al director de autorregulación y los dos restantes son nombrados por participantes del mercado de BM&FBOVESPA. La junta directiva es responsable, entre otras funciones, de presentar ante la CVM su plan anual de trabajo y de juzgar todos los procesos administrativos que resultan de la actividad disciplinaria de la BSM. Las decisiones de la junta son finales, por lo tanto no se pueden apelar ante la CVM.

4.4.3 Colombia

En las tres bolsas de valores regionales que existían en Colombia, previa a su fusión en 2001, el concepto de autorregulación estaba presente con diferentes matices. Todas ellas llevaban a cabo actividades de autorregulación a través de Cámaras Disciplinarias con la presencia de miembros independientes, para mitigar los conflictos de interés. En la Bolsa de Bogotá, por ejemplo, la Cámara Disciplinaria estaba compuesta por tres miembros independientes, dos miembros de la industria y el presidente de la bolsa. La Bolsa de Medellín también tenía una Cámara Disciplinaria presidida por el presidente de la entidad compuesta por dos miembros independientes y dos miembros de la industria. La Bolsa de Occidente, tenía una Cámara Disciplinaria compuesta por siete miembros, tres provenientes de la industria, tres independientes y también era presidida por el presidente de la entidad.

Con la fusión de las bolsas del país en 2001 se creó la Bolsa de Valores de Colombia, entidad que incorporó en su estructura características de cada bolsa regional. La recién creada Bolsa de Valores de Colombia adoptó también una Cámara Disciplinaria, conformada mayoritariamente por miembros independientes, la cual era presidida por el presidente de la entidad. Se realizaron además ajustes significativos en la estructura de gobierno corporativo, lo que produjo la separación del área de supervisión y disciplina, del área de administración de la bolsa.

Con el fin de evitar la presencia de conflictos de intereses, en el 2004 se hicieron reformas importantes, las cuales se resumen a continuación:

- Se creó un Área de Supervisión independiente de la administración de la Bolsa de Valores de Colombia, con estructura propia, autonomía funcional y presupuestal.
- Se estableció la figura del Rector del Mercado como cabeza de la función de supervisión y como fiscal en los procesos disciplinarios ante la Cámara Disciplinaria.
- Se creó la Comisión de Supervisión como un órgano compuesto por miembros externos que velaba porque el Área de Supervisión y el Rector del Mercado actuaran eficientemente y objetivamente.
- Se efectuaron cambios en la composición de la Cámara Disciplinaria, eliminando totalmente la participación de la administración de la Bolsa en la misma.

Sin embargo, en esta nueva estructura la Bolsa de Valores conservó su capacidad de emitir normas relacionadas con el funcionamiento del mercado, las conductas de los miembros y otros temas relacionados. La normatividad emitida por la Bolsa de Valores de Colombia la aprueba el Consejo Directivo de la entidad.

La problemática con este esquema es que el modelo de autorregulación sólo le era aplicable a las Sociedades Comisionistas de Bolsa. Por otro lado, instituciones como bancos, fondos de pensiones, fondos fiduciarios y otros, participaban activamente en los sistemas de negociación de la Bolsa, principalmente en el mercado de renta fija²¹. Esta situación llevó a un arbitraje regulatorio.

En el 2005, un estudio concluyó que en el modelo de autorregulación de Colombia debe existir un solo autorregulador para todos los intermediarios del mercado de valores, debe ser totalmente independiente y por eso debe estar fuera de las bolsas o de los sistemas de negociación.

En 2006 el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) se constituyó como una organización de autorregulación independiente de sus miembros y del mercado. Esta entidad privada, sin ánimo de lucro regula, supervisa y disciplina a todos los corredores, bancos, fondos de pensiones, fideicomisos y todos los demás intermediarios de valores. Adicionalmente, certifica a los profesionales del mercado y tiene funciones de vigilancia sobre las plataformas de negociación, en títulos de la deuda y en acciones, así como en el mercado de derivados estandarizados.

El Gobierno Corporativo de AMV busca equilibrar de manera efectiva la participación de los diferentes tipos de instituciones financieras y busca mitigar los conflictos de intereses inherentes a la actividad de autorregulación. Como resultado, el Consejo Directivo de la entidad está constituido por cinco directores independientes y cinco miembros de la industria. Los cinco miembros de la industria son elegidos por cada asociación de la propia industria (la asociación de bancos, de fondos de pensiones, de sociedades fiduciarias, y un representante de la industria para todos los otros tipos de instituciones) y tradicionalmente han sido los presidentes o presidentes de junta directiva de su respectivo gremio de industria.

Por otro lado, AMV tiene un Tribunal Disciplinario separado de la administración del autorregulador, el cual es el encargado de adoptar las decisiones disciplinarias en relación con los miembros del autorregulador que incurran en infracciones a la normatividad del mercado de valores aplicable. Este

²¹ El mercado de renta fija, tradicionalmente ha representado más del 95% del volumen de la negociación en el mercado de valores colombiano.

órgano cuenta con una Sala de Revisión que es la encargada de evaluar los casos en segunda instancia y está conformada por dos miembros independientes, y uno de la industria. Las decisiones que tome la sala de revisión son siempre definitivas.

4.5 Gobierno Corporativo

El gobierno corporativo es el mecanismo a través del cual las bolsas de valores eliminan o administran la presencia de conflictos de interés. Mediante el gobierno corporativo de las bolsas de valores los agentes que participan en ella son representados y se les otorgan garantías en el sentido que las decisiones adoptadas representan sus intereses y son las deseables para el mercado.

Vale notar que dependiendo del marco jurídico imperante algunos de los conflictos de interés descritos pueden no existir o atenuarse. Lo anterior porque, de los roles descritos en la sección 4.2, puede que ciertas funciones no recaigan en la bolsa o que ésta no tenga mayores responsabilidades. No obstante, siempre existirán conflictos de interés.

La solución a la que cada mercado llegue debe, por ende, considerar el impacto de alterar el gobierno corporativo de la entidad. Si el beneficio que ello trae aparejado en términos de reducción de conflictos de interés es suficiente puede que sea relevante robustecer dicha estructura.

También se puede considerar, en aquellos casos en que la situación lo amerite, acotar el actuar de la bolsa a aquellas funciones y roles cuyos conflictos de interés, por su relevancia, no afecten significativamente al mercado de valores.

El equilibrio adecuado, en términos de representatividad de intereses, responderá a las características propias de cada mercado y a la visión de la bolsa a la que cada mercado quiera aspirar.

Por ejemplo, aquellos mercados en los que se quiera fortalecer la innovación, debieran tender a ponderar de mayor manera la representatividad de agentes del mercado distintos a los intermediarios de valores, como es el caso de las bolsas desmutualizadas, y aquellos que quieran promover la autorregulación, a fomentar la representación de las áreas de regulación o de los clientes de los intermediarios.

5 DUPLICIDAD DE FUNCIONES ENTRE LOS ORGANISMOS DE AUTORREGULACIÓN Y LAS AUTORIDADES

5.1 Objetivo y alcance del estudio

A partir de los resultados de la encuesta, se encontró que en más del 90% de jurisdicciones la regulación de los mercados de valores no es un ejercicio que realizan exclusivamente entidades gubernamentales sino que parte de esta actividad se comparte con los organismos de autorregulación. Por lo anterior, los miembros de COSRA han considerado necesario estudiar la potencial duplicidad que se podría presentar en el ejercicio de la autorregulación y sus efectos sobre el desarrollo del mercado.

El objetivo de este capítulo es evaluar la problemática de duplicidad, así como los mecanismos que en diferentes jurisdicciones se han establecido para prevenir su ocurrencia. No es el propósito del presente documento sugerir o realizar recomendaciones sobre el alcance que debe tener la autorregulación o sobre los diferentes mecanismos de coordinación entre autorreguladores y reguladores estatales.

La encuesta realizada a los miembros de COSRA constituye el punto de partida y de referencia. Sin embargo, el análisis contenido en este capítulo no refleja exclusivamente los resultados de la encuesta sino es el producto de discusiones al interior del Grupo de Trabajo, en particular con algunas jurisdicciones que han avanzado en el estudio de esta problemática.

5.2 Rol General de las Autoridades de los Mercados

Los organismos de autorregulación trabajan de manera cercana con los reguladores gubernamentales. Al hacer aquello, el objetivo de ambos tipos de instituciones es incrementar la transparencia e integridad de los mercados y proveer una mayor protección a los inversionistas.

Las funciones de los organismos de autorregulación en principio no buscan suplantar o reemplazar la labor estatal de regulación, inspección y vigilancia de los mercados de valores, sino que la complementan. El grado de eficiencia con la cual la actividad de autorregulación complementa la actividad estatal depende de la capacidad de coordinación en el ejercicio de las funciones regulatorias, de supervisión y de disciplina a partir de los roles que guían al Estado y a los autorreguladores respectivamente.

5.2.1 El rol de los Reguladores Gubernamentales

Con el objetivo de hacer más eficientes y transparentes los mercados y proteger al público inversionista, los legisladores establecieron que los reguladores gubernamentales tienen la responsabilidad de encausar la actividad privada de manera que la misma se promueva y desarrolle de forma acorde con el interés general y el bien común.

Las actividades relacionadas con la emisión, ofrecimiento y negociación de valores, así como aquellas actividades relacionadas con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público, son consideradas por regla general como actividades de interés público. Por

este motivo, el mercado de valores se encuentra sometido al poder de inspección, vigilancia y control por parte del Estado, lo cual pretende mantener el mercado de valores debidamente organizado.

5.2.2 El rol de la autorregulación

La autorregulación hace alusión a mecanismos mediante los cuales los participantes de una industria actúan y se relacionan entre sí, con el propósito de establecer y hacer cumplir estándares que fortalezcan la reputación de su negocio y fomenten su desarrollo. A través de la autorregulación, grupos de individuos y agentes de cualquier negocio o industria, acuerdan unas pautas de conducta o un marco jurídico de deberes y obligaciones recíprocas, cuyo incumplimiento tiene repercusiones de diversa naturaleza. Los SROs desarrollan tres funciones básicas: una función reglamentaria, una función de supervisión, y una función resolutoria o disciplinaria. Adicionalmente, la autorregulación puede comprender funciones de arbitraje y conciliación, así como la certificación de los profesionales del mercado.

Con el propósito de mantener comunicación abierta y compromiso por parte de los miembros del organismo de autorregulación, los SRO generalmente crean comités de industria. Estos proveen sus experiencias en el desarrollo de la regulación y proveen ser un foro de discusión útil entre el SRO y sus miembros.

En conexión con las actividades disciplinarias, se constituyen tribunales disciplinarios independientes a la administración del SRO. Los miembros de estos tribunales se seleccionan de una lista de participantes de la industria, así como, de una lista de miembros independientes que usualmente tienen algún grado de experiencia en materia legal. La estructura del tribunal generalmente pretende balancear el conocimiento especializado necesario para juzgar las conductas del mercado con el conocimiento y especialidad sobre aspectos legales y procedimentales. Esto asegura que la actividad disciplinaria se conduce bajo principios de justicia natural, incluyendo respeto por el debido proceso, justicia e independencia.

Como se mencionó anteriormente, la actividad del mercado de valores tienen un carácter especial debido a que es considerada como una actividad que puede afectar el interés público. Por este motivo, mediante los esquemas de autorregulación en los mercados de valores se ha buscado mantener en cabeza de los participantes la facultad y responsabilidad de dictarse sus propios reglamentos pero bajo la supervisión estatal, que igualmente vigila a los organismos de autorregulación y puede imponerles sanciones ante casos de incumplimiento. No obstante y pesar de la existencia de la actividad de autorregulación los reguladores gubernamentales mantienen funciones regulatorias, de vigilancia y control sobre las actividades del mercado de valores.

5.3 La relación entre los organismos de autorregulación y los reguladores gubernamentales

Como ya se mencionó, los Organismos de Autorregulación (SROs) pueden ser un complemento valioso del regulador para lograr los objetivos de la regulación de valores. En efecto, la gestión de autorregulación adelantada de forma adecuada ofrece ventajas sustanciales para una industria, pues estos organismos pueden establecer normas que vayan más allá de la regulación gubernamental y están en capacidad de ofrecer un conocimiento y experiencia considerables respecto a la operativa y

las prácticas del mercado. En adición a lo anterior, los SROs están en una posición favorable para responder a las condiciones cambiantes del mercado con mayor rapidez y flexibilidad que la autoridad pública.

Si bien a los organismos de autorregulación y reguladores gubernamentales los une un propósito común de organizar el mercado, no son actividades excluyentes entre sí. Ambos tipos de entidades pueden ejercer autoridad regulatoria.

5.3.1 Supervisión a los Organismos de Autorregulación

En la mayoría de las jurisdicciones que tienen alguna forma de autorregulación, hay una separación de funciones y responsabilidades entre el regulador gubernamental y el organismo de autorregulación. Sin embargo, generalmente el organismo de autorregulación es supervisado y sujeto a autorización previa por parte del regulador gubernamental. El regulador estatal generalmente exige a los SRO el cumplimiento de unos requisitos básicos antes de permitir a la organización ejercer su autoridad y supervisión sobre sus miembros. Por ejemplo, que los SROs cuenten con adecuados recursos y tengan capacidad para obligar a sus miembros y a las personas vinculadas a cumplir las leyes que les son aplicables. Adicionalmente, una vez que el SRO esté operando, el regulador estatal deberá asegurarse que el ejercicio de su autoridad está en concordancia con el interés del público, y que de lugar a una aplicación justa y consistente de las leyes de valores, la regulación y las normas propias de estos organismos.

Los hallazgos notados anteriormente reflejan elementos de los principios de IOSCO respecto a la autorregulación: (i) todo ente autorregulador debe estar sometido a la vigilancia del regulador estatal (ii) el regulador estatal debe exigir a los organismos de autorregulación estándares adecuados para operar en el mercado antes de ser autorizados y (iii) que una vez haya sido autorizado el autorregulador y se encuentre ejerciendo sus funciones, el regulador gubernamental debe asegurarse que el desarrollo de tales funciones atiendan al interés público.

5.3.2 Gobierno Corporativo

El cumplimiento de las funciones de los organismos de autorregulación implica contar con mecanismos que permitan administrar adecuadamente los conflictos de interés que pueden surgir con ocasión de la actividad de autorregulación. Es común que en los esquemas de gobierno de los autorreguladores se cuente con una participación importante de miembros independientes en la junta directiva (o quien haga sus veces). Generalmente la regulación que expiden los organismos autorreguladores es aprobada por esa junta directiva, por lo que sus miembros deben tener el conocimiento y la experiencia relevantes en el campo de acción del autorregulador. En adición, los SRO buscan fortalecer su liderazgo mediante una adecuada representatividad de los diferentes sectores autorregulados y regiones. Como parte de la estructura de gobierno corporativo algunas jurisdicciones han establecido un periodo fijo para los presidentes de estos organismos.

El adecuado gobierno corporativo es sin duda el principal mecanismo para asegurar la adecuada independencia del autorregulador y la representación de la industria. Es importante que la estructura de gobierno corporativo genere una confianza suficiente sobre la capacidad del SRO para ejercer sus responsabilidades regulatorias.

Por ejemplo, los organismos de autorregulación en Canadá no tienen funciones de asociación gremial. Estos roles han sido asumidos por organizaciones de la industria separadas que representan a diferentes participantes del mercado (administradores de portafolios de inversión colectivos e intermediarios de valores, entre otros). Si bien los SRO buscan involucrar a la industria en diferentes aspectos de su gestión – a través de la participación en juntas directivas y participación en el desarrollo de políticas y procesos disciplinarios que adelanta el autorregulador – su función principal es regulatoria. Las juntas directivas de los SRO en Canadá generalmente están consisten de una combinación de representantes de industria e independientes, aunque los comités de la junta responsables de revisar aspectos relacionados con el gobierno corporativo generalmente tienen una mayor participación de miembros independientes para asegurar que los puntos de vista de fuentes que no hacen parte de la industria son tenidas en cuenta de manera apropiada. Recomendaciones sobre aspectos de política se obtienen de fuentes de la industria y el público en general. Respecto a la actividad disciplinaria, representantes de los intermediarios hacen parte de los tribunales disciplinarios junto con miembros independientes, de nuevo para asegurar que se consideran adecuadamente los puntos de vista de la industria y el del interés público.

5.3.3 Aprobación de la Regulación

En muchas jurisdicciones los SROs deben presentar sus normas al regulador para su revisión y/o aprobación, según éste lo considere apropiado. Este proceso permite mejorar la coordinación entre los organismos de autorregulación y el regulador estatal de manera que no haya vacíos o contradicciones en la regulación, o consecuencias no intencionadas.

Recientemente se vienen estudiando alternativas para hacer más eficiente el proceso de aprobación de la regulación. La SEC, por ejemplo, propuso en el 2008 cambios al proceso de aprobación de reglamentos de los SROs para hacerlo más expedito²². La CFTC implementó un esquema de certificación de la regulación del SRO. En este caso se asegura la integridad del mercado y protección de los inversionistas en las normas que proyectan los SROs mediante un mayor énfasis en la función de supervisión y disciplina, a la vez que se le otorga a los SROs la responsabilidad principal de asegurar que su normatividad cumple con los requisitos y principios exigidos y esperados por el regulador estatal.

5.4 La Coordinación de funciones y la duplicidad

Muchos países en el mundo cuentan con sistemas de autorregulación dentro de sus jurisdicciones. En la mayoría de los casos, el SRO asume de manera integral la función de regular, supervisar y disciplinar a sus miembros. Sin embargo, esta función por lo general también está en cabeza del regulador estatal, por lo que ambos cumplen las frente al mercado funciones que resultan similares²³.

²² Securities and Exchange Commission. Commission guidance and Amendment to the Rules Relating to Organization and Program Management Concerning Proposed Rule Changes Filed by Self-Regulatory Organizations. Julio de 2008.

²³ Idealmente, el marco regulatorio debe hacer clara la división de responsabilidades entre el regulador gubernamental y el SRO. Las responsabilidades del organismo de autorregulación deben fijarse en la ley o mediante una regulación que fije el Gobierno (o una combinación de estos instrumentos).

Las actividades adelantadas por las autoridades públicas y privadas por lo tanto pueden traslaparse o duplicarse, esto conlleva a una supervisión y regulación ineficientes. A continuación se relacionan algunos de los costos que se pueden generar como consecuencia de una inadecuada coordinación entre el regulador gubernamental y el autorregulador:

5.4.1 Costos de la Regulación

La supervisión e investigación de conductas e infracciones del mercado de valores son tareas especializadas que pueden generar un impacto negativo significativo cuando no se llevan a cabo en forma apropiada. Su adecuada gestión requiere, entre otros, de una infraestructura tecnológica robusta, mecanismos de monitoreo automatizados que permitan la generación de alertas, conectividad con los mercados, visitas de supervisión con recursos humanos altamente calificados. En consecuencia, cada hora de investigación de unos hechos genera unos costos que necesariamente serán asumidos por el mercado de manera directa o indirecta. Si llegare a ocurrir que dos entidades están desplegando una actividad idéntica en relación con una misma serie de hechos, el valor incremental de un nivel adicional de supervisión se reduce y se podría concluir que se utilizaron de manera ineficiente recursos.

5.4.2 Costos de Cumplimiento

En el mercado de valores se presentan unos costos de cumplimiento y atención a los requerimientos de las autoridades. Actividades como la entrega oportuna de información y reportes permanentes de información, la atención a los requerimientos hechos por funcionarios, la búsqueda de documentación, explicaciones sobre la razonabilidad y propósito de las operaciones, entre otros, generan costos que son trasladados directa o indirectamente a los emisores e inversionistas. Los costos redundantes cuando los autorregulados deben suministrar explicaciones sobre los mismos hechos o documentación similar a dos o más autoridades diferentes generan como consecuencia inconformidades e inquietudes acerca de los beneficios de la autorregulación misma.

5.4.3 Riesgos Jurídicos

Cuando dos autoridades adelantan en forma independiente acciones disciplinarias en relación con unos mismos hechos se generan riesgos jurídicos. En efecto, la sofisticación de la regulación del mercado de valores y la variedad de interpretaciones que se pueden presentar en relación con el alcance de una norma, pueden llevar a que dos autoridades adopten decisiones que no son coincidentes. Esto sucede cuando el regulador estatal y el organismo de autorregulación, por ejemplo, sancionan de manera diferente una misma conducta investigada.

En tales casos, el riesgo se puede materializar de diferentes maneras. Por un lado, tal circunstancia puede fortalecer los argumentos para cuestionar las dos decisiones antes las Cortes o instancias superiores²⁴. Estas situaciones pueden afectar negativamente la reputación de las autoridades y la confianza pública en su habilidad para regular. Adicionalmente, cuando hay aproximaciones diferentes tomadas por autoridades distintas los efectos preventivos y disuasorios de las sanciones se afectan de manera grave.

²⁴ Evidentemente, uno de los casos en que se hace evidente ineficiente utilización de recursos es aquel en el cual una decisión es declarada ilegal o nula por una autoridad superior.

Una contradicción entre las autoridades genera incertidumbre legal, lo que puede afectar la dinámica y desarrollo de los mercados. Es posible que ante una circunstancia como la descrita, los participantes del mercado simplemente opten por dejar de ofrecer determinados productos o incluso abstenerse de participar en algunos mercados.

Por los motivos señalados, en cumplimiento de sus funciones específicas, los reguladores y autorreguladores deben propender que exista uniformidad en las normas que se expidan, consistencia en la política de supervisión de los agentes y mercados, así como coordinación en la actividad sancionatoria que evite decisiones contradictorias entre sí²⁵.

5.4.4 Vacíos de Supervisión

La sofisticación de los mercados de valores así como la velocidad para desarrollar nuevos productos generadores de riesgo sugiere un gran reto para las autoridades. La falta de coordinación entre las autoridades también puede llevar a que aspectos de gran importancia para el desarrollo de los mercados no se regulen adecuadamente. En consecuencia, es imperativo utilizar los recursos de manera estratégica con altos estándares de coordinación.

Los vacíos regulatorios y de supervisión impiden la identificación de riesgos y conductas indebidas. Lo anterior puede incluso tener consecuencias sistémicas que afectan gravemente el desarrollo del mercado y la protección de los inversionistas.

5.5 Panorama Internacional

Por las razones mencionadas existe un riesgo latente de gestiones no coordinadas o redundantes entre los reguladores y los autorreguladores. A continuación se presentan algunas de las situaciones y mecanismos de solución que se han observado en algunas jurisdicciones en relación con la problemática de la duplicidad.

Como se observó en la encuesta realizada, en mercados grandes, cuya dinámica es compleja, y que cuentan con mayor número de participantes y actividades, hay varios organismos de regulación y autorregulación e incluso coexisten diferentes modelos de autorregulación. Como se mencionó en la sección 3.2 del presente documento, los reguladores estatales se apoyan en mayor medida en los organismos de autorregulación, por lo que es importante analizar los mecanismos de coordinación en algunos de estos.

5.5.1 Estados Unidos

En los Estados Unidos, la regulación de los mercados de valores se lleva a cabo bajo un sistema dual a nivel federal y estatal, de carácter cooperativo y complementario. Regulación concurrente a nivel federal y estatal sobre el mercado de valores permite que reguladores a diferentes niveles trabajen de manera conjunta y permite que cada regulador sirva como apoyo en el establecimiento de mercados justos y ordenados.

²⁵ IOSCO (International Organization for Securities Commissions). Model For Effective Regulation. En: Report of the SRO Consultative Committee of the International Organization for Securities Commissions. Mayo del 2000.

El sistema regulatorio es el producto de un desarrollo histórico. En 1911, el estado de Kansas expidió la primera ley moderna de mercado de valores exigiendo el registro de la mayor parte de las nuevas emisiones de valores ofrecidos en dicho Estado, así como, la certificación de quienes desarrollan actividades relacionadas con la intermediación de valores. Luego de dos años de la expedición de la ley en Kansas veintitrés estados habían expedido leyes idénticas o muy similares.

Actualmente, los 50 estados, el Distrito de Columbia, las Islas Vírgenes de los Estados Unidos y Puerto Rico tienen estatutos que regulan el ofrecimiento y venta de valores. Las leyes de valores de los estados tienen tres elementos fundamentales: el registro de cierto tipo de ofrecimientos, el registro y supervisión sobre las firmas y sus profesionales, y provisiones que prohíben el fraude, comportamientos deshonestos y conductas de falta de ética, junto con capacidad sancionatoria para asegurar el cumplimiento de dichas normas. Para prevenir la ocurrencia de fraudes, cada estado requiere el registro y certificación de profesionales que adelantan conductas de negocios en el estado incluyendo las firmas comisionistas de valores, vendedores de valores individuales, otros intermediarios, asesores financieros y agentes. Adicionalmente, los reguladores estatales tienen una autoridad amplia para investigar las conductas inapropiadas en la industria de valores y llevar a cabo acciones disciplinarias contra quienes violen la normatividad aplicable. Igualmente, proveen programas de educación al inversionista y material informativo al público, actividad que realizan por más de un siglo.

A la crisis de los mercados en 1929 y la posterior Gran Depresión generalmente se les acredita haber generado el ímpetu para una legislación federal de valores. La primera gran legislación federal expedida como una reacción a la crisis de 1929 fue el *Securities Exchange Act* de 1933 (Acto del 33). Un sistema de regulación dual fue contemplado por el Acto del 33. El congreso le otorgó poderes a los Estados en la sección 18 al preservar expresamente la regulación estatal.

Durante los siguientes siete años el Congreso promulgó varios Actos adicionales relacionados con la regulación de valores, incluyendo el *Securities and Exchange Act* de 1934 (Acto de 1934).

La *Securities and Exchange Commission* (SEC) se creó mediante el *Securities Exchange Act* de 1934 (el Acto de 1934). Es una agencia regulatoria independiente gobernada por cinco comisionados nombrados por el Presidente (incluyendo a uno que es nombrado para actuar como presidente de la organización), con el consentimiento del Senado.

El Acto de 1934 le otorgó a la SEC jurisdicción primaria para regular los mercados de valores de dicha nación, los procesos de compensación y liquidación, los corredores de valores y las compañías públicas, entre otros. El Acto de 1934, entre otras cosas, obliga también a la autorización de los Organismos de Autorregulación y otorga a estos SRO capacidad regulatoria para supervisar los mercados de valores por ellos regulados y sus miembros. El Acto de 1934 también otorga al Consejo de la SEC autoridad regulatoria sobre los SRO, incluyendo aprobación para su constitución, aprobación de la regulación de estos organismos y sus modificaciones; inspección de los SRO; aplicación de sanciones contra los SRO, incluyendo limitaciones a sus negocios y suspensiones, así como, revocación de licencia, suspensión o remoción de sus directores. Finalmente, el Acto de 1934 exige que la SEC reporte anualmente al Congreso los resultados de los programas de supervisión de los SRO.

En 1938 el Acto de 1934 fue reformado por el *Maloney Act*, que autorizó la creación y registro de asociaciones nacionales de valores como Organismos de Autorregulación, que tendrían funciones de supervisión sobre sus miembros y estarían sujetos a la supervisión de la SEC. Ese acto llevó a la creación de la Asociación Nacional de Intermediarios de Valores (NASD por sus siglas en inglés). En 1975 el Acto de 1934 se reformó para establecer, entre otros aspectos, el funcionamiento de un sistema nacional de mercado y un sistema nacional para la compensación y liquidación de operaciones de valores, incluyendo el registro de administradores de sistemas de compensación y liquidación como organismos autorreguladores.

En 1996 la SEC cuestionó a NASD por anteponer sus intereses de operador de NASDAQ por encima de sus responsabilidades como regulador. Consecuentemente la organización se segregó en dos entidades, una que regula los intermediarios miembros y sus empleados, llamada NASD, y otra que regula el mercado Nasdaq (también denominada Nasdaq). En 2007 NASD se fusionó con NYSE Regulation Inc. (organismo que tenía la responsabilidad primaria de llevar a cabo las funciones de autorregulación para NYSE) y se creó FINRA.

Bajo el acto de 1934, las obligaciones de los Organismos de Autorregulación incluyen el deber de verificar el cumplimiento con todas las provisiones relevantes contenidas en las leyes de valores federales en adición a la normatividad del SRO en particular. Dado este traslape de competencias, la SEC y los SRO han desarrollado protocolos y acuerdos en el transcurso de los años para minimizar la duplicación de los esfuerzos regulatorios y disminuir los costos de regulación.

Por ejemplo, FINRA y los reguladores estatales asumen la responsabilidad de primera línea de conducir las inspecciones in-situ de los corredores de bolsa y de evaluar el cumplimiento de requerimientos en materia financiera y operacional, así como, de verificar el cumplimiento de normas federales, estatales y de FINRA relacionadas con protección al inversionista. Dado que la membresía en FINRA es obligatoria para cualquier corredor de valores que tenga negocios con el público, FINRA tiene la competencia regulatoria más amplia de todos los SRO registrados ante la SEC. Al respecto, FINRA también administra el programa nacional para la evaluación y certificación de profesionales de la industria y mantiene la base de datos central de todos los profesionales y sus comisionistas miembros.

Entre los SRO registrados antes la SEC, existen también otros ejemplos de acuerdos de cooperación para evitar la duplicación de funciones regulatorias. El acto de 1934 específicamente permite a los SRO entrar en planes conjuntos de regulación sujetos a la aprobación de la SEC para delegar algunas tareas a otro de manera que se eviten esfuerzos y costos de la duplicación. Por ejemplo, las bolsas de opciones sobre instrumentos de renta variable han establecido un plan conjunto y un acuerdo formal de delegación del monitoreo de mercado de opciones estandarizadas al *Chicago Board Options Exchange (CBOE)* sin importar el escenario donde la práctica sospechosa ocurra.

Igualmente, FINRA tiene acuerdos con Nasdaq y NYSE para realizar monitoreo sobre las operaciones de ambos mercados.

Entonces, el modelo estadounidense de autorregulación es un elemento determinante de la estructura regulatoria establecida originalmente en el Acto de 1934. Con el tiempo, los SRO y la SEC han adoptado aproximaciones regulatorias que permiten minimizar la duplicación de sus esfuerzos

regulatorios, y ajustadas a las innovaciones de la industria y a la presencia de productos negociados en diferentes escenarios a la vez.

Sin embargo, la SEC mantiene la responsabilidad final de asegurar que el acto de 1934 y sus desarrollos reglamentarios se cumplen de manera correcta y consistente. Si un SRO no cumple o falla en el cumplimiento de sus responsabilidades legales, la SEC tiene una autoridad residual para tomar acción disciplinaria en contra de participantes de la industria, los inversionistas y/o el SRO. Ningún acuerdo o plan conjunto entre los SRO puede limitar la capacidad sancionatoria de la SEC. Adicionalmente, la SEC realiza inspecciones y procedimientos de reporte para verificar que los SRO están cumpliendo con sus responsabilidades.

De manera paralela al modelo de autorregulación SEC-SRO del Acto de 1934, instrumentos negociables clasificados como futuros y mercados que negocian futuros y contratos de opciones sobre futuros, están sujetos a la directa regulación y supervisión de la Commodities Futures Trading Commission (CFTC).

Establecido en el Acto de la CFTC de 1974 (Acto de la CFTC), la CFTC es una agencia del que hace parte de la rama ejecutiva. Por lo tanto, el presidente de CFTC y sus comisionados son nombrados por el presidente con la asesoría y el consentimiento del Senado, entonces, la estructura básica de poderes de la CFTC es similar a la de la SEC.

El Acto de la CFTC también provee el registro y supervisión de los SRO, siendo la National Futures Association (NFA) el principal organismo de autorregulación para la industria de futuros. Dicho Acto y sus desarrollos reglamentarios obligan a ser miembros de la NFA a cualquier corredor de futuros (*future commission merchant*), comisionistas introductorios (*introducing broker*), asesores en la negociación de commodities, y operadores de commodities (*commodity pool operator*), que realizan negocios de futuros con el público.

Las funciones más importantes de la NFA son: 1) supervisión de sus miembros para asegurar el cumplimiento con requerimientos financieros; 2) establecer y supervisar regulación relacionada con protección al cliente; 3) llevar a cabo procesos de arbitramentos relacionados con futuros; 4) evaluar la capacidad para convertirse o mantenerse como miembro.

La membresía y la NFA es abierta a cualquier persona registrada ante la CFTC, incluyendo las bolsas de futuros y cualquier otra persona que tenga relación con el negocio de futuros, siempre que cumpla con los estándares aplicables. A diferencia de FINRA la NFA no realiza actividades de monitoreo de los mercados. Esa función la comparte la CFTC con los respectivos operadores de mercados de futuros. Al igual que SEC la CFTC tiene la responsabilidad final de asegurar el cumplimiento con el Acto de la CFTC y sus desarrollos reglamentarios.

Originalmente, había muy poca o ninguna sobre posición de competencias entre la SEC y la CFTC, porque la reglamentación diferenciaba claramente los instrumentos de valores de los futuros. Sin embargo, el lanzamiento y gran crecimiento de los futuros financieros y de las opciones de futuros hizo confusa la línea de división entre los productos de valores y los futuros.

Como resultado, la SEC y la CFTC suscribieron memorandos de entendimiento para aclarar cuál organización tenía la responsabilidad de regular y vigilar el mercado de estos instrumentos

financieros híbridos. Este enfoque continua siendo mejorado en relación con la reforma financiera que ha sido propuesto debido a la reciente crisis financiera.

Se debe resaltar que el uso de estos acuerdos (complementados con reuniones periódicas y otras comunicaciones entre la alta dirección de las dos organizaciones) no disminuye la autoridad básica conferida por el Acto de 1934 y el Acto de la CFTC, respectivamente a la SEC y CFTC. Solamente un Acto del Congreso puede cambiar los límites entre la autoridad de estas dos organizaciones.

Durante los últimos tiempos algunos han argumentado que las funciones de regulación de la SEC y la CFTC deberían estar consolidadas en un único organismo de regulación nacional. Existe un poca probabilidad de que esto ocurra en un futuro cercano.

Por lo tanto, se han empezado a debatir varias reformas en el Congreso de Estados Unidos que proponen elementos que buscan una coordinación y cooperación más estrecha y cercana entre la CFTC y la SEC en asuntos como la valorización de riesgos y la supervisión de los proveedores de servicios financieros, como la unificación de estándares para la negociación y compensación de los instrumentos financieros complejos.

5.5.2 Canadá

La regulación del mercado de valores en Canadá ha sido enfocada como un asunto de jurisdicción de provincia y por lo tanto cada provincia o territorio ha adoptado un Acto de Valores, estableciendo personal con autoridad para crear y administrar un regulador en el mercado de valores, llamado comúnmente “comisión de valores” (*securities commission*) que sirva tanto de Tribunal como de Consejo de Administración para dirigirlo. Cada uno de los reguladores del mercado de valores tiene el mandato de proteger a los inversionistas y fomentar la transparencia y eficiencia del mercado.

El personal de los reguladores del mercado de valores en Canadá trabaja en colaboración para desarrollar e implementar la normatividad y regulación del mercado y para administrar, monitorear y vigilar la normatividad existente de una forma coordinada y coherente.

El personal de los reguladores de las 10 provincias y tres territorios trabaja conjuntamente a través de un foro conocido como los Administradores del mercado de valores canadiense (CSA). El objetivo principal de la CSA es la coordinación y armonización de la regulación del mercado de capitales de Canadá.

Aunque de forma similar, el regulador de cada provincia y territorio tiene sus propias metas y objetivos. Sin embargo, la CSA comparte los siguientes tres objetivos comunes para la regulación del mercado de valores:

1. La protección de los inversionistas – proteger a los inversionistas de conductas fraudulentas, manipulativas y prácticas engañosas, de la siguiente forma:
 - Exigir la revelación de información material para la toma informada de decisiones de inversión
 - Educar a los inversionistas acerca de los riesgos y responsabilidades de las inversiones
 - Certificar a los profesionales encargados de proveer al público servicios financieros relacionados con la inversión

- Supervisar a los intermediarios del mercado
- 2. Mercados justos, transparentes y eficientes – proveer a los inversionistas un acceso equitativo al mercado e información sobre los precios en el mismo, a través de regulación diseñada para detectar y penalizar la manipulación del mercado y prácticas ilegales.
 - a. – reducir el riesgo de quiebra de los intermediarios del mercado y cuando no pueda ser evitado, buscar reducir el impacto a los inversionistas y otros participantes del mercado.

Para lograr estos tres objetivos, los miembros de la CSA buscan proteger a los inversionistas y al mismo tiempo fomentar un mercado de capitales eficiente.

Estructura de la CSA

Cada miembro de la CSA tiene su propio personal que trabaja en el desarrollo de políticas y programas regulatorios a través de su participación en los comités de la CSA. Existen comités permanentes y de proyectos de los miembros de la CSA. Los comités permanentes son de disciplina, supervisión de mercado, regulación, fondos de inversión y educación al inversionista. Los comités de proyectos se conforman para trabajar en proyectos específicos relacionados con políticas. Estos últimos han tratado temas tales como la armonización de reglas de prospectos, revelación periódica, excepciones a los prospectos y obligaciones de registro, gobierno corporativo, así como mejor ejecución, y otras obligaciones relacionadas con la dinámica del mercado²⁶.

Regulación y políticas armonizadas

Como resultados de los esfuerzos cooperativos de la CSA, muchas áreas de la regulación de valores se disponen en reglas y políticas de carácter nacional (instrumentos). Las reglas y políticas nacionales son aquellas que han sido adoptadas mediante textos prácticamente uniformes en todas las jurisdicciones. Estos instrumentos incluyen requerimientos y guías respecto:

- Operaciones de los mercados, reglas de negociación y procedimientos para el calce y compensación de las operaciones.
- Contenido, certificación y procedimientos para el registro de prospectos.
- Excepciones a los requerimientos de los prospectos.
- Requisitos de revelación de conflictos de interés de los comisionistas, asesores y sus emisores relacionados o vinculados.
- Restricciones para la realización de operaciones de signos contrarios (periodos de tenencia específicos) para valores adquiridos dentro de las excepciones de prospectos
- Estándares para el reporte de información periódico de emisores, incluyendo requisitos adicionales para aquellos que realizan actividades de energía o minería.
- Principios de contabilidad y auditoría bajo estándares internacionalmente aceptados para ser usados en la preparación y auditoría de los estados financieros
- Supervisión sobre las firmas de auditoría de los emisores

²⁶ *Obligaciones relacionadas con las comisiones entre administradores de carteras colectivas y comisionistas de valores (soft-dollar), así como los trade-through.*

- Requerimientos de revelación, comités de revisión independientes y requerimientos de prospectos simplificados para las actividades de los fondos de inversión, incluyendo prácticas de venta de las carteras colectivas.
- Requerimientos para el Gobierno Corporativo y comité de auditoría de los emisores.
- Normatividad de ofertas públicas de adquisición y martillos así como de otras transacciones especiales.
- Registro de los intermediarios.

Pasaporte común y apoyo mutuo

En adición a los instrumentos nacionales, los miembros de la CSA crearon sistemas de apoyo para agilizar el registro y revisión de prospectos, o han establecido excepciones que facilitan el proceso de aplicación con los múltiples reguladores de Canadá. Estas políticas, introducidas en 1999 se diseñaron para mejorar significativamente la cooperación y coordinación entre provincias. Permiten al regulador de valores de una jurisdicción apoyarse en el análisis y revisión hecho por el regulador de otra jurisdicción. A pesar de que cada jurisdicción técnicamente otorga su propia decisión, el efecto práctico es que el participante de mercado usualmente sólo interactúa con un regulador (su regulador principal) para obtener autorización para ofrecer valores en todo Canadá u obtener excepciones.

Basados en el marco de apoyo mutuo, miembros de la CSA (diferentes a la Comisión de Valores de Ontario OSC) implementaron el instrumento multilateral 11-102 sistema de pasaporte (MI 11-102) con el fin de agilizar aún más los procedimientos y registros de prospectos entre los múltiples reguladores de Canadá para el ofrecimiento de valores o la aplicación a excepciones.

Bajo el sistema de pasaporte, hay generalmente un regulador de valores principal que conduce el análisis respecto la autorización de prospectos y sobre la aplicación de excepciones, y ese mismo regulador otorga la decisión pertinente. Cualquier decisión tomada por el regulador principal automáticamente aplica por virtud de la ley en las demás jurisdicciones que hacen parte del sistema de pasaporte, las cuales incluyen a todas menos Ontario. Si bien la OSC no ha adoptado la normatividad de pasaporte, cualquier decisión tomada por la OSC como regulador principal aplica automáticamente como decisión en todas la demás jurisdicciones. Para asegurar la consistencia en la interpretación y tomas de decisiones bajo el sistema de pasaporte y políticas relacionadas, los miembros de la CSA han tomado una serie de medidas de implementación. En efecto, estas medidas aseguran que los reguladores en Canadá se comunican y consultan entre ellos de manera regular y coordinada.

Organismo de Autorregulación (SRO)

Los reguladores de valores de Canadá han desarrollado aproximaciones coordinadas respecto a la regulación de los SRO. Existen dos SRO reconocidos en Canadá fundados por la industria. Uno de ellos es el Investment Industry Regulatory Organization of Canada (IIROC), que adelanta actividades respecto al mercado de acciones y sus comisionistas en Canadá. IIROC es el responsable principal por la regulación de los intermediarios de valores, lo cual incluye los sistemas de negociación de valores alternativos (los ATS) y sus suscriptores, estableciendo y administrando reglas y políticas, monitoreando sus operaciones ya asegurando el cumplimiento de la regulación por

parte de sus miembros y los suscriptores de los ATS. Adicionalmente, IIROC ofrece servicios de regulación que pueden ser contratados por las bolsas de valores para administrar, monitorear y disciplinar las reglas de dicha bolsa. IIROC se parece a FINRA en Estados Unidos.

La Asociación de Administradores de Carteras Colectivas de Canadá (MFDA) también es reconocida como un SRO en Canadá, con la excepción de Quebec, donde la Chambre de la Sécurité Financière (CSF) es reconocida como el SRO. En Quebec, la CFS supervisa a los intermediarios de valores de los sectores mutual funds, planes de becas y contratos de inversionistas, así como asesores financieros autorizados.

Bourse de Montréal también es reconocida como un SRO y autorizada como una Bolsa de valores en Quebec. Además de realizar actividades sobre la negociación de derivados, también es responsable de la regulación de las organizaciones participantes, estableciendo y administrando las normas y políticas de monitoreo y disciplina y asegurar el cumplimiento de las normas por parte de los intermediarios. No es reconocida como una bolsa en Ontario.

Desde que IIROC ejerce funciones de regulador de primera línea y tiene jurisdicción sobre los intermediarios de Canadá, varios de los miembros de la CSA han delegado a este SRO varias de las funciones de registro e incluso poderes de inspección, sujetas a los términos y condiciones. Estas delegaciones están orientadas a reducir la duplicidad y optimizar los procesos entre la CSA y los SRO.

Un SRO que busque ser reconocido en Canadá debe demostrar que cumple con ciertos criterios bajo los siguiente parámetros:

- Estructura de gobierno corporativo
- Procesos de desarrollo de regulación
- Criterios de membresía y acceso
- Sistemas y controles
- Costos y tarifas
- Viabilidad financiera
- Transparencia
- Intercambio de información y
- Responsabilidad de reporte al supervisor

Los SRO reconocidos tienen un rol significativo para asegurar la protección del inversionista y la integridad del mercado. Por lo tanto, los SRO deben tener una estructura de gobierno corporativo efectiva, incluyendo la adecuada representación de miembros independientes en su Junta y en los comités de ésta, así como la expedición de normas, desarrollo de políticas y definición de procesos de membresía con regularidad. Adicionalmente, los SRO tienen la autoridad y obligación de disciplinar sus miembros cuando sea necesario. Sanciones tales como multas, amonestaciones, suspensiones o expulsiones pueden ser impuestas a sus miembros. Como reguladores de primera-línea, los SRO despliegan sus responsabilidades sujetas a los términos y condiciones que les imponen los reguladores (aquellos que los reconocen como SRO), quienes también hacen una supervisión continua sobre éstos.

Los SRO tienen la obligación de expedir normas que complementen la regulación existente. Como parte de sus actividades, los SRO deben administrar, monitorear y disciplinar estas normas. Las irregularidades detectadas por los SRO deben ser referidas al miembro pertinente de la CSA. De esta forma las responsabilidades entre los reguladores y los SRO son delimitadas.

Dado que los SRO son reconocidos en más de una jurisdicción, la CSA ha trabajado durante varios años conjuntamente para coordinar actividades de supervisión del SRO. Como resultado, los reguladores han desarrollado un programa formal de supervisión sobre los SRO, que consiste en un reporte regular en relación con las actividades, visitas de supervisión periódicas, propuestas para revisar proyectos de regulación. Asimismo, los reguladores realizan reuniones trimestrales con los SRO para discutir temas de interés común. Adicionalmente, para reducir la carga de los SRO se ha establecido un modelo de “regulador principal”, que consiste en que cada jurisdicción participa activamente en la supervisión del mercado, pero un solo regulador, “principal regulador”, coordina los procesos y es responsable de la comunicación con los SRO.

El modelo de “regulador principal” así como el programa de supervisión y reporte de requerimientos de información impuestos a los SRO están desarrollados en el memorando de entendimiento relacionado con la supervisión sobre los SRO.

Adicionalmente, el Comité de Supervisión de SRO de la CSA es responsable de tratar los asuntos de mayor importancia e iniciativas que afectan a los SRO. La supervisión día a día de los SRO es llevada a cabo por subcomités creados para cada SRO. Estos subcomités también son un foro de discusión de temas relacionados con cada SRO.

Bolsas de valores y mercados

Una Bolsa, un sistema de negociación y registro de valores (QTRS) y cualquier mercado debe ser reconocido legalmente para ejercer su actividad en una determinada jurisdicción. Las bolsas que han sido reconocidas en Canadá son la Bolsa de Montreal (la Bolsa), la Bolsa de Toronto (TSX), la TSX Venture Exchange (TSX-V), el CNSX Markets Inc. (CNSX) y la ICE Futures Canadá. La Bolsa de Gas Natural (NGX) fue reconocida recientemente como una bolsa y cámara de compensación.

Una bolsa buscando ser reconocida en Canadá debe demostrar que cumple con ciertos criterios bajo los siguientes parámetros:

- Gobierno Corporativo
- Idoneidad de sus directores y funcionarios
- Tarifas
- Acceso a los servicios
- Viabilidad financiera
- Regulación de los mercados
- Planes de contingencia y continuidad del negocio
- Proceso de regulación
- Disciplina sobre las normas y sanciones

- El debido proceso
- Intercambio de información
- Tercerización de servicios
- Liquidación y compensación

Las bolsas son las responsables por la regulación y la supervisión de sus mercados. Sin embargo, una bolsa puede acordar con un proveedor de servicios regulatorios, por ejemplo IIROC, para realizar las funciones de regulación de su mercado, sujeto a aprobación por parte de los respectivos reguladores.

Las diversas bolsas ofrecen servicios y productos en múltiples provincias y territorios y están sujetas a la regulación de cada regulador de cada jurisdicción en la que operan. Los reguladores canadienses de valores se apoyan en un modelo de “regulador líder” para la supervisión de cada bolsa o sistema de negociación y registro reconocidos. Dicho modelo se detalla en un Memorando de Entendimiento relacionado con la supervisión de Bolsas y sistema de negociación y de registro firmado por los miembros de la CSA, que son un regulador de cualquier bolsa o sistema de negociación y de registro canadiense. Esto se implementó desde el 2002.

El regulador principal, generalmente el regulador de la jurisdicción de las oficinas principales de la bolsa o sistema de negociación y de registro, reconoce a dicha bolsa o sistema mientras que los reguladores de las demás jurisdicciones en las que éstos operan otorgan una excepción de reconocimiento basados en el principio de apoyo mutuo. El regulador principal es responsable de establecer y conducir los programas de supervisión de dicha bolsa o sistema. Como mínimo el programa de supervisión debe incluir: la revisión de la información remitida por la bolsa o sistema relacionada con los aspectos críticos en materia financiera y operacional, así como, manejo de riesgos, cambios significativos a sus operaciones, gobierno corporativo, regulación, acceso a los sistemas y operación de los mismos, criterios para el listado y/o desarrollos de instrumentos financieros; el esquema tarifario, la viabilidad financiera; la revisión y aprobación de los reglamentos, políticas y demás normatividad de las bolsas y sistemas.

La Comisión de Valores de Ontario (OSC) es el regulador líder para la TSX y la CNSX, y la Comisión de Valores de Alberta (ASC) y la Comisión de Valores de British Columbia son conjuntamente los reguladores líderes para la TSX-V. Por el lado de los derivados, la Autorité des marchés financiers (AMF) es el regulador líder para la Bolsa de Montreal (Bourse), la Comisión de Valores de Manitoba es el responsable de la supervisión de la ICE Futures Canada, y la ASC es el regulador líder para la NGX.

Adicionalmente, bajo el Memorando de Entendimiento el Comité de Estructuras de Mercado de la CSA y el Comité de Supervisión de Bolsas se encargan de los aspectos comunes que surgen en las jurisdicciones miembros de la CSA respecto la supervisión de bolsas y mercados.

Organizaciones de compensación y liquidación

La CDS Clearing and Depository Services Inc. (CDS) opera el sistema de compensación y liquidación (CDSX) de todas las operaciones sobre renta variable y renta fija en Canadá. Los reguladores de la CDS son la OSC y la AMF al nivel provincial y el banco central de Canadá (Bank

of Canada) al nivel federal. La CDS es reconocida por lo OSC y autorizada por la AMF según sus respectivas competencias. El Banco de Canadá ha designado al CDSX como el sistema de compensación y liquidación, bajo el *Acto de Sistemas de Pagos y Compensación y Liquidación*, que le permite al Banco supervisar aquellos sistemas de riesgo para el sistema financiero.

La liquidación de transacciones sobre derivados financieros, que incluye futuros, opciones sobre futuros, opciones sobre acciones e índices, es desarrollada principalmente por la Canadian Derivatives Clearing Corporation (CDCC), que es una subsidiaria de la Bolsa de Montreal. La CDCC emite todas las opciones estandarizadas que se negocian en la Bolsa y actúa como contraparte central en estos negocios. La CDCC también ofrece servicios de liquidación de los instrumentos financieros derivados negociados en el mercado mostrador a sus miembros liquidadores. La CDCC es reconocida y supervisada por la AMF.

Como se menciona anteriormente, sobre la discusión de bolsas reconocidas, la NGX recientemente fue reconocida como bolsa y sistema de liquidación. La NGX provee servicios de negociación para varios contratos de energía, incluyendo contratos de gas natural y electricidad, así como swaps. NGX también sirve como sistema de compensación y liquidación para todas las operaciones realizadas en los mercados de la NGX y, de acuerdo con una alianza operativa con ICE, para todos los productos con entrega física de gas negociados en ICE.

En conclusión, el régimen regulatorio canadiense se apoya de manera significativa en los SRO para proteger a los inversionistas y promocionar mercados de capitales justos, eficientes y competitivos. Como consecuencia, los SRO deben cumplir con altos estándares y con estrictos criterios para su reconocimiento, de manera que puedan llevar a cabo sus actividades. Adicionalmente, están sujetos al monitoreo y supervisión de la CSA, que es llevado a cabo de manera coordinada. Los memorandos de entendimiento establecidos, así como, los mecanismos de reconocimiento mutuo y la delegación de funciones y poderes aseguran una clara definición de roles y responsabilidades entre los miembros de la CSA y los SRO, la ausencia de vacíos regulatorios y duplicidad de funciones, así como la optimización de recursos. También se asegura que la regulación adoptada y la actividad disciplinaria de los SRO cumplen con los más altos estándares y con las legislaciones de Canadá.

5.5.3 Colombia

En Colombia existe una sola entidad de regulación estatal del mercado financiero y de valores, que es la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC). Adicionalmente, existe un único autorregulador del mercado de valores denominado "Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia" o AMV.

Por razones constitucionales, en Colombia se ha establecido que la fuente de la competencia de los organismos de autorregulación no proviene de la delegación por parte del Estado. El origen es la iniciativa privada, sin perjuicio de que dicha actividad se encuentre sujeta a especiales estándares regulatorios. Entre tales estándares se encuentra la autorización previa del Estado, la facultad de supervisión de la SFC en relación con los organismos de autorregulación, la obligación de contar con mecanismos de gobierno corporativo para la administración de conflictos de interés, y la aprobación de las normas de autorregulación por parte de la SFC.

Por motivos constitucionales la facultad de la SFC en relación con el mercado y la protección de los inversionistas no puede limitarse. Por otro lado, la SFC tiene la obligación legal de investigar todas las posibles infracciones que conozca, sin que puedan abstenerse por razones de materialidad o eficiencia en el uso de los recursos. En otras palabras, la omisión en la investigación de un hecho conocido por parte de la SFC, en particular si involucra entidades de carácter público, puede tener consecuencias disciplinarias en contra de los mismos funcionarios de la SFC.

Entonces, existe un riesgo de duplicidad en la gestión de la SFC y de AMV. La problemática sobre este particular es uno de los aspectos que hoy en día reviste mayor relevancia para asegurar el adecuado funcionamiento y desarrollo del esquema de autorregulación.

Colombia no es ajena al problema de la duplicidad. Un inversionista puede presentar simultáneamente una queja contra un mismo intermediario ante la SFC y ante AMV. En este caso ambas entidades podrían iniciar una investigación en contra del intermediario, sin que la otra entidad tenga presente tal situación. Por este motivo, se han adoptado mecanismos para que las dos entidades informen las quejas que son relevantes para el ejercicio de las funciones de la otra.

Así mismo, se han presentado casos en los que las dos entidades han llevado a cabo investigaciones de forma conjunta. Aun cuando cada una de las entidades tiene establecidas sus atribuciones, existen casos de especial importancia, o que revisten cierta complejidad, en donde se pueden realizar investigaciones conjuntas.

5.5.4 Brasil

La Comisión de Valores de Brasil es la autoridad responsable de elaborar la normatividad y supervisar el mercado de valores de Brasil. La Ley N°. 6385 modificada por la ley 10303, establece los objetivos de este regulador, que entre otras cosas incluye temas de protección al inversionista, mitigación y prevención de fraudes o manipulación, que puedan afectar artificialmente el precio de los valores y el adecuado funcionamiento de la bolsa y del mercado OTC. Los valores (incluidos bonos) los fondos de inversión, el mercado de derivados y administradoras de inversión son regulados por la CVM.

La misma ley que regula la CVM, establece que las bolsas (como el caso de la BM&Bovespa) deben establecer en sus normas los requerimientos necesarios para trabajar como agente de soporte de la CVM, así como, crear sus propias reglas y la estructura de supervisión necesaria para asegurar que se cumpla la normatividad.

En el caso en el que el mercado de valores es regulado por la CVM, los mercados OTC pertenecientes a la estructura de CETIP son incluidos en esta categoría de SRO, lo que significa que ellos también son responsables formalmente de la supervisión y el monitoreo de las conductas de negociación dentro de sus sistemas, y cuentan con un departamento de autorregulación independiente.

En cuanto a los esfuerzos de coordinación que pueden derivarse de esta estructura la CVM, expidió en el 2007 la Instrucción N° 461 que introdujo un marco regulatorio para fortalecer los poderes de los SRO en el actual proceso de desmutualización. La Instrucción establece una estructura específica de autorregulación independiente para eliminar los conflictos de interés.

Igualmente, establece las condiciones para que la supervisión de las entidades de la CVM, la obligación de estas entidades a autorregularse y la validez de los procesos relacionados. La BSM es el SRO de BM&FBovespa, la cual conserva algunas funciones de monitoreo. BSM constituyó una estructura independiente de autorregulación, con autonomía administrativa dada por una Junta Directiva propia y un departamento de autorregulación para sus mercados.

La CVM publicó recientemente para comentarios del público reglas relacionadas con los intermediarios financieros, donde propone nuevas atribuciones a los SRO. Éstas se refieren a la elaboración, supervisión y monitoreo de aspectos tales como asesoría (*suitability*), ética, políticas sobre tarifas y otras reglas de conducta internas – indicando que los autorreguladores tendrán un rol más extenso en dichas materias. Estas nuevas funciones, si se aprueban, con seguridad requerirán instrumentos de coordinación entre esas entidades y los reguladores, y seguramente se contemplaran modelos de autorregulación voluntaria.

AMBIMA, entidad resultante de la fusión entre ANDIMA y ANBID, lleva a cabo funciones de autorregulación voluntaria estructurada bajo la condición de membresía no obligatoria (o de instituciones afiliadas) establece regulación y Códigos de mejores prácticas para las actividades de manejo de fondos de inversión, custodia, ofertas públicas, banca privada, negociación en el mercado secundario del mercado de valores y negociación de derivados OTC. Las funciones de autorregulación que desarrolla incluyen regulación, supervisión y disciplina, así como, las relacionadas con certificación y tarifas.

Aunque la regulación y supervisión de sus miembros está enfocada sobre actividades específicas y, considerando la legislación expedida por la CVM, y sobre reglas y estándares complementarios, existen actualmente instrumentos de coordinación. AMBIMA ha firmado tres Memorandos de Entendimiento con la CVM relacionados con el análisis previo a los prospectos de ofertas públicas (registro expedito o *fast track registration*), el intercambio de información y la consideración mutua respecto a penalidades impuestas. Igualmente, se realizan reuniones rutinarias para compartir opiniones acerca de la normatividad y evitar la duplicidad en la regulación.

La coordinación entre los reguladores se hace mediante un foro conjunto, denominado COREMEC, en el que participan la CVM, el Banco Central de Brasil, El supervisor de los fondos de pensiones (SPC), y la Superintendencia de seguros (SUSEP). Las orientaciones expedidas por dicho foro promueven la conciliación de principios entre los principales reguladores y supervisores e indican las prioridades respecto los participantes del mercado.

5.6 Mecanismos de Coordinación

En lo descrito en los apartes anteriores, se denota la complejidad de los esquemas de regulación y autorregulación en algunas jurisdicciones. Es importante destacar que aún en los modelos menos complejos, en donde existe un solo órgano regulador estatal y un solo autorregulador también se presentan este tipo de situaciones.

El mecanismo que generalmente se utiliza para coordinar la actuación de los diferentes agentes son los memorandos de entendimiento.

5.6.1 Memorandos de entendimiento

Un memorando de entendimiento es un documento que describe un acuerdo bilateral o multilateral. Representa un compromiso voluntario entre dos o más partes en el que indican un interés o una línea de acción común. Este tipo de acuerdo es por lo general usado en los casos en donde las partes no quieren o no pueden crear ningún tipo de compromiso legal entre ellas.

Una característica de los memorandos de entendimiento es que respetan la independencia de las entidades en el cumplimiento de sus funciones y reiteran el campo de acción de cada una de ellas. Igualmente, mediante tales instrumentos se pueden precisar las actividades que de manera prioritaria le corresponden a cada una de las partes, sin que ello implique negar o afectar legalmente el alcance de las funciones que tiene la otra parte.

Igualmente, a través de los memorandos de entendimiento se establece el marco de colaboración y coordinación entre las autoridades reguladoras sin que se afecte o se interfiera con la discrecionalidad de cada una en el ejercicio de sus funciones. A través de estos documentos, las partes pueden establecer los criterios para determinar cuáles son las áreas o aspectos del mercado en relación con los cuales alguna de las partes es reconocida como un regulador de primera línea. Este tipo de acuerdo no se entiende como una limitación al ejercicio de las funciones propias de cada entidad.

Con el fin de eliminar y / o reducir la duplicación de esfuerzos, algunas jurisdicciones, han elaborado y firmado memorandos de entendimiento²⁷. Estos memorandos de entendimiento ayudan a delimitar las responsabilidades entre el regulador y el organismo de Autorregulación.²⁸

En Estados Unidos, Canadá, y Colombia, los memorandos de entendimiento constituyen una herramienta de complementación fundamental para la coordinación de funciones, que no altera las condiciones existentes establecidas por la ley en relación con las responsabilidades asignadas a cada una de las autoridades.

En los Estados Unidos las principales autoridades del país tienen memorandos de entendimiento entre ellos para efectos de su coordinación. Generalmente se establece que las partes deben tener reuniones periódicas con el objetivo de identificar y discutir temas de interés. De la misma forma, se contempla la posibilidad de intercambiar información entre las autoridades, en relación con los avances en la regulación, supervisión, investigación o sanción, en los asuntos propios de cada una de las entidades.

En Estados Unidos, se ha observado que las autoridades designan a un funcionario de alto nivel encargado de ser el contacto oficial frente otras entidades. En ocasiones se establece que éstos deben llevar a cabo reuniones con cierta regularidad para discutir temas de interés común.

²⁷ Análisis Sobre la Autorregulación en las Américas. COSRA, julio 2009. En el caso del Estudio realizado por COSRA 22 de los 23 miembros que diligenciaron la encuesta manifestaron que existen mecanismos de coordinación entre los supervisores del gobierno y los autorreguladores para el ejercicio de sus funciones. Se debe destacar que el medio de coordinación preferido en las Américas es el grupo de trabajo conjunto (11 de 23).

²⁸ IOSCO (International Organization for Securities Commissions). Model For Effective Regulation. En: Report of the SRO Consultative Committee of the International Organization for Securities Commissions. Mayo del 2000.

En Canadá las políticas de coordinación incluyen también mecanismos para compartir información entre los autorreguladores y el regulador estatal²⁹. Lo anterior, con el propósito de asegurar la supervisión efectiva y minimizar la duplicidad de funciones e inconsistencias. En relación con la actividad regulatoria, se establece que la CSA aprobará la regulación expedida por los organismos de la autorregulación, pero sólo para revisar temas de forma³⁰.

En Canadá se reconoce que el regulador estatal debe apoyarse cada vez más en los organismos de autorregulación para llevar a cabo la actividad de regulación y de supervisión del mercado. De igual manera, se afirma que el gran reto consiste en llegar a un balance apropiado entre el nivel de independencia de los autorreguladores y la función de supervisión y vigilancia que tiene el regulador estatal sobre estos y sobre el mercado³¹.

En Colombia la SFC y AMV han firmado un Memorando de Entendimiento con el objetivo de definir los principios y criterios que se tendrán en consideración para desarrollar la actuación de manera prioritaria de cada una de ellas en el mercado de valores. En el Memorando se pone de presente la necesidad de coordinación y colaboración mutua entre las entidades, y se establecen las materias en las cuáles AMV actuará como supervisor de primera línea en la actividad de intermediación de valores y viceversa.

Se establecen igualmente los procedimientos para la solicitud de Información, traslado de pruebas, colaboración y entrega de documentos entre las entidades. Uno de los mecanismos adoptados por el memorando para la coordinación de funciones, es la conformación comités. Estos comités se reúnen por lo menos una vez al mes y cada entidad presenta los resúmenes de los casos y temas de común interés para las dos entidades. En estos comités se abre un espacio para que cada entidad realice una retroalimentación sobre la forma en la cual se están llevando las investigaciones, o se están estudiando proyectos regulatorios.

5.7 Reflexiones respecto la duplicidad entre los reguladores estatales y los autorreguladores

De lo expuesto en este documento podríamos concluir los siguientes puntos:

- En los mercados donde existen reguladores y autorreguladores, se reconoce que existe un riesgo de duplicidad en razón a la naturaleza de funciones de cada entidad.
- No se observa que en ningún caso se haya establecido una clara línea divisoria entre las actividades que deben ser objeto de la regulación estatal y aquellas que deben ser objeto de la autorregulación. En otras palabras, no existe un listado específico de actividades o mercados que sean competencia exclusiva y excluyente de una autoridad.
- La competencia del regulador estatal no se puede y no se debe limitar legalmente. No obstante, es posible que el regulador estatal declare su intención de aceptar que el

²⁹ Ibidem

³⁰ CSA SRO oversight project review of oversight of self-regulatory organizations and market infrastructure entities report of the CSA SRO oversight project committee. Diciembre de 2006.

³¹ Ibidem

autorregulador se encargará de manera primordial o como regulador de primera línea, de algunas actividades específicas.

- La experiencia internacional sugiere que la coordinación de las funciones de cada entidad, puede llevarse a cabo de manera adecuada a través de Memorandos de Entendimiento. Los Memorandos de Entendimiento son las herramientas fundamentales para la coordinación de funciones entre entidades.
- Los memorandos de entendimiento no están dirigidos a modificar las atribuciones conferidas a cada entidad, sino a establecer unos principios fundamentales para asegurar un ejercicio eficiente de sus funciones, evitando la duplicidad y fortaleciendo la coordinación.
- El uso de comités formales de coordinación facilita el flujo de información relevante entre las partes.

6 Conclusiones

Este documento presenta un estudio sobre los diferentes patrones de autorregulación en las Américas. Si bien hay cierta heterogeneidad respecto los modelos de autorregulación, todas las jurisdicciones que respondieron la encuesta de Autorregulación reportaron que la autorregulación existe en sus jurisdicciones.

Los resultados de la encuesta fueron un punto de partida y un material de referencia para el estudio. Por lo tanto, el análisis incorpora elementos que fueron incluidos en la encuesta, pero en algunos casos trasciende los resultados de la encuesta para explicar experiencias de la región y detallar más algunos aspectos de la autorregulación. Los temas sobre los cuales se presenta este análisis son el grado de apoyo en los organismos de autorregulación, conflictos de interés, gobierno corporativo y duplicación de esfuerzos entre organismos de autorregulación y reguladores gubernamentales.

Preguntas sobre buenas prácticas de gobierno corporativo de los SRO no fueron directamente incluidas en el cuestionario. Sin embargo, algunas tendencias y generalidades se pueden inferir de las respuestas e información adicional obtenida en el proceso de elaboración del documento. Los procedimientos para administrar conflictos de interés en los SRO, la supervisión de los reguladores y el proceso de coordinación entre estos y SROs son algunos de estos temas. En todos los casos, se observa la necesidad de que las prácticas de gobierno corporativo balanceen la participación de la industria con la adecuada independencia. Sin embargo, mayor estudio se podría adelantar para identificar, entender y discutir algunos aspectos relevantes respecto las prácticas de gobierno corporativo de los SRO.

Las responsabilidades, alcance, activismo y grado de apoyo en el modelo de autorregulación se enmarcan en las características de cada jurisdicción y mercado. Estas características incluyen el sistema legal (ley civil o ley de los comunes), las especificidades del marco regulatorio, la historia de la autorregulación y el tamaño y complejidad del mercado.

Varios mercados de tamaño grande de la región tienen una larga historia de autorregulación, en particular Estados Unidos y Canadá. Estos países tradicionalmente han utilizado modelos de autorregulación de bolsa fuerte, pero de manera creciente han venido separando las funciones de ser operador de mercados con las de autorregulación. Como resultado en estos países se observa una tendencia hacia mayor apoyo en el modelo de autorregulación independiente. Algunos mercados intermedios también han adoptado este modelo, notablemente Colombia, luego de haber considerado algunos posibles riesgos como la imposibilidad para delegar funciones y un potencial incremento de los costos.

Los mercados pequeños tienden a apoyarse menos en esquemas de autorregulación. Esta tendencia general puede reflejar el hecho que la autorregulación impone mayores costos y cargas al desarrollo del mercado. En la medida que ninguna jurisdicción reportó un nivel medio de apoyo en los organismos de autorregulación, una posible interpretación es que pasar de un nivel bajo de uso de la autorregulación a uno alto puede requerir de ajustes estructurales. Este documento no presenta un análisis detallado de las razones para este hallazgo y tampoco hace recomendaciones sobre este respecto. No obstante, algunos de los elementos que parecen tener mayor incidencia frente a un menor grado de apoyo en los organismos de autorregulación son los costos (en la medida que los mercados pequeños pueden no tener como financiar el costo de modelos de

autorregulación más activa), el marco legal y una posible falta de convencimiento de representantes de la industria. Cuando es posible superar los anteriores obstáculos, los resultados del estudio sugieren que la autorregulación puede proporcionar valor agregado a la estructura regulatoria.

El estudio también refleja que el apoyo en organismos de autorregulación no está asociado a un modelo regulatorio en particular. Con independencia de la forma que toma la autorregulación en cada jurisdicción, el cumplimiento de los principios de IOSCO es un elemento fundamental cuando se evalúa el valor agregado de la autorregulación en el alcance de los objetivos regulatorios. La autorregulación no necesariamente se requiere para el adecuado cumplimiento de los principios de IOSCO y muchos países que no se apoyan extensivamente en la autorregulación cumplen con estos principios. No obstante, cuando se implementa un modelo de autorregulación este puede complementar los esfuerzos de los reguladores gubernamentales en el cumplimiento de los principios de IOSCO y puede aumentar la confianza de que dichos principios continuarán cumpliéndose, siempre que el organismo de autorregulación desempeñe su rol adecuadamente.

Del análisis de los FSAP que realizó el Banco Mundial y el FMI en doce jurisdicciones de las Américas entre 2002 y 2007 algunos aspectos de mejora relevantes se pueden identificar y extrapolar. Si bien la autorregulación existe en las jurisdicciones analizadas, su grado de implementación difiere. Un elemento relevante del marco regulatorio que podría mejorarse es que el alcance, autoridad y responsabilidad de los SRO no están claramente definidos en todas las jurisdicciones. Esto puede llevar a un menor grado de apoyo en la autorregulación y a dificultades en términos de su implementación. Otra área de mejora es la relacionada con una falta de programas de supervisión de los reguladores sobre las funciones de los SRO.

En todos los modelos de autorregulación hay un riesgo de duplicidad, con independencia del grado de apoyo en los organismos de autorregulación o del contexto histórico respecto la autorregulación. Ambigüedades respecto la división de responsabilidades y poderes puede resultar en funciones redundantes, vacíos de supervisión y fallas de coordinación. Por lo tanto, existe una necesidad de establecer un marco de política respecto los mecanismos de cooperación práctica entre los reguladores y los SRO. Tradicionalmente los memorandos de entendimiento (MoU) han sido el mecanismo mediante el cual dichos marcos de política se han implementado. Alcanzar altos estándares en la cooperación facilita el establecimiento de unos principios superiores a lo que establece la regulación gubernamental, mediante la incorporación del conocimiento y especialización de la industria y permite mayor flexibilidad y respuestas oportunas a los cambios de mercado.

El rol de los organismos de autorregulación generalmente implica unos potenciales conflictos de interés. En las experiencias analizadas, en vez de reducir el apoyo en los organismos de autorregulación algunas jurisdicciones han comenzado a enfatizar la necesidad de fortalecer las prácticas de gobierno corporativo, por ejemplo mediante la presencia de mayor número de directores independientes que representan un grupo amplio de intereses. También hay una tendencia general hacia la separación de funciones entre ser el operador de mercado y realizar actividades relativas a la autorregulación. Esta tendencia se ha pronunciado cuando las bolsas de valores se desmutualizan.

Adicionalmente, una supervisión más estricta de los reguladores sobre los SRO puede ayudar a resolver algunos conflictos de interés presentes en las funciones de los SRO. Los reguladores vienen enfatizando con mayor frecuencia la importancia de prácticas de gobierno corporativo

utilizadas para administrar estos conflictos, con independencia del modelo de autorregulación implementado. En algunos casos las normas del SRO deben ser aprobadas por el regulador. Algunas de las experiencias descritas en el documento muestran que este fortalecimiento de las prácticas de gobierno corporativo ha sido el resultado de una supervisión más estricta, y en algunos casos de acciones disciplinarias contra los SRO.

Hay una multiplicidad de esquemas de autorregulación con diferentes niveles de activismo, de responsabilidad, de prácticas de gobierno corporativo y mecanismos de coordinación. Más relevante que las diferencias en el enfoque frente a la autorregulación que cada jurisdicción ha tomado es que, hasta cierto grado, todos los países de las Américas reconocen que la autorregulación provee valor para su marco regulatorio, dándole una protección adicional a los inversionistas y protegiendo la integridad del mercado. La coordinación entre reguladores y organismos de autorregulación, así como la supervisión de los reguladores, promueve una mejora sobre los estándares regulatorios en su conjunto.

7 Anexo 1: referencia publicaciones de autorregulación entre 2007 - 2009

En este anexo se compilan las últimas publicaciones de los últimos dos años (2007 – 2009) que hay sobre autorregulación internacionalmente para ser utilizado como material de consulta.

Nombre documento	Organización publica	Fecha publicación	Reseña
1. Self-Regulation in today's securities markets. Outdated system or work in progress?	CFA Institute	2007	<p>*Debido a que existen diferentes modelos de autorregulación en el mundo y a que ha evolucionado rápidamente, el documento analiza la autorregulación en el mercado mundial de hoy en día. El objetivo es determinar si la autorregulación es un método de regulación viable.</p> <p>*Analiza el origen y la evolución que ha tenido la autorregulación.</p> <p>*Estudia la experiencia de la autorregulación en varias partes del mundo</p> <p>*Identifican buenas y malas prácticas de un sistema de regulación eficiente.</p> <p>*Finalmente concluyen con que es necesario ofrecer una marco de supervisión mundial integrado que se base en la eficiencia y protección del consumidor.</p>
2. Markets as regulators: a survey	Stavros Gadinis & Howell Jackson	2007	<p>*El objetivo del documento es conocer en el mercado de valores como es la distribución de las responsabilidades o poder de la regulación. Es conocer como se distribuyen la responsabilidad regulatoria entre el gobierno, organismos de autorregulación independientes y las bolsas de valores. El estudio se hace en 8 principales jurisdicciones del mundo (Alemania, Estados Unidos, Cañada, Francia, Japón, Hong Kong, Australia, Reino Unido)</p> <p>*La distribución del poder de regulación se hace en tres niveles: regulación, supervisión y disciplinario.</p> <p>*El estudio encuentra tres modelos de distribución del poder de la regulación: modelo gubernamental, modelo flexible y modelo de cooperación.</p>
3. SEC Enforcement and examinations concerning hedge funds	New York Law School Law Review	2007/2008	<p>*El objetivo del documento es establecer el marco de la supervisión de la SEC en cuanto a los Hedge Funds.</p>

Nombre documento	Organización publica	Fecha publicación	Reseña
4. Self and Self-regulation: resolving the SRO Identity Crisis	BROOK. J. CORP. FIN. & COM.L.	2007	*El documento plantea la situación en la que los organismos de autorregulación se encuentran en una crisis de identidad, y en donde varios Actores del mercado de valores consideran que lo más adecuado es volver a un esquema anterior en el que la regulación es sólo labor del gobierno (SEC). *Se desarrollan los beneficios de tener un esquema de autorregulación en el mercado de valores.
5. Self-regulation in the financial sector - the Swiss experience	Swiss Federal Banking Commission	2007	*Presenta el rol que juegan los organismos de autorregulación en el mercado financiero suizo y establece cuál es la posición del Swiss Federal Banking Commission sobre la autorregulación. *Establece algunos de los retos que enfrenta la autorregulación y algunos medios para mitigar las debilidades.
6. Best practices for Self Regulatory Organizations	ICSA		* Ante la inexistencia de un código de buenas prácticas internacionales ICSA realizó este documento con el objetivo de brindar a los organismos de autorregulación unas herramientas para manejar los conflictos de interés entre sus funciones de autorregulación y las actividades comerciales que realizan los sujetos autorregulados. *En total son 10 mejores prácticas

8 Anexo 2: Otros resultados de la encuesta

8.1 Metodología de la encuesta

- i. A cada encuestado se le asignó un número aleatorio para su identificación en tablas y gráficos, e igualmente para mantener la confidencialidad.
- ii. Quienes resolvieron la encuesta se dividieron en 3 grupos dependiendo del tamaño de sus mercados. Se identificaron jurisdicciones con mercados grandes, medianos y pequeños, con el propósito de identificar características en común y principales diferencias en cada categoría.
- iii. Quienes resolvieron la encuesta adicionalmente se dividieron en grupos para identificar tendencias respecto gobierno corporativo: i) operadores de mercado que hacen actividades de intermediación, ii) organismos de autorregulación que no tienen funciones como operadores de mercado.
- iv. Quienes respondieron la encuesta se dividieron en 9 grupos de conformidad con los modelos de autorregulación adoptados en la jurisdicción con el propósito de identificar tendencias para cada modelo de autorregulación.

8.2 Criterios utilizados para la categorización de respuestas

La información se analiza en consideración al tamaño de mercado y modelo de autorregulación.

8.2.1 Capitalización Bursátil

Utilizando la capitalización bursátil las jurisdicciones fueron segregadas entre mercados grandes, medianos y pequeños.

La capitalización de cada jurisdicción se expresa en millones de dólares de los Estados Unidos (USD) con corte a diciembre 31 de 2008. A continuación se pueden observar los rangos usados para la segregación:

RANGOS (USD millones)	CAPITALIZACIÓN	MARKET	No. DE PAÍSES
> 1,000,000	ALTA	GRANDE	3
50,000 <= 1,000,000	MEDIANA	MEDIANO	5
0 <= 50,000	BAJA	PEQUEÑO	15

8.2.2 Modelo de Autorregulación

El cuestionario se diseñó para ser completado por los reguladores gubernamentales en cada jurisdicción. Los modelos son³²:

- (i) Modelo Gubernamental:
El gobierno realiza la mayoría de las funciones de regulación y las bolsas tienen una función muy limitada o no realizan actividades de supervisión en sus mercados.
- (ii) Modelo de Autorregulación de bolsas limitado:
Las bolsas realizan funciones de regulación de primera línea para su mercado.
- (iii) Modelo de autorregulación de bolsas Fuerte:
Las bolsas regulan extensivamente al mercado y a sus miembros.
- (iv) Modelo de autorregulación independiente:
Autorregulador que es puramente una entidad de regulación y no un operador del Mercado.
- (v) Autorregulación Voluntaria:
Es una entidad que no pertenece a ninguna de las ramas del gobierno/estado y que tiene competencia contractual (no proviene de la ley) de regular a sus miembros.

³² Modelos tomados de la presentación de John Carson en el "I Congreso de Autorreguladores de las Américas" sostenido en Bogotá, Colombia. Noviembre 13-14, 2008.

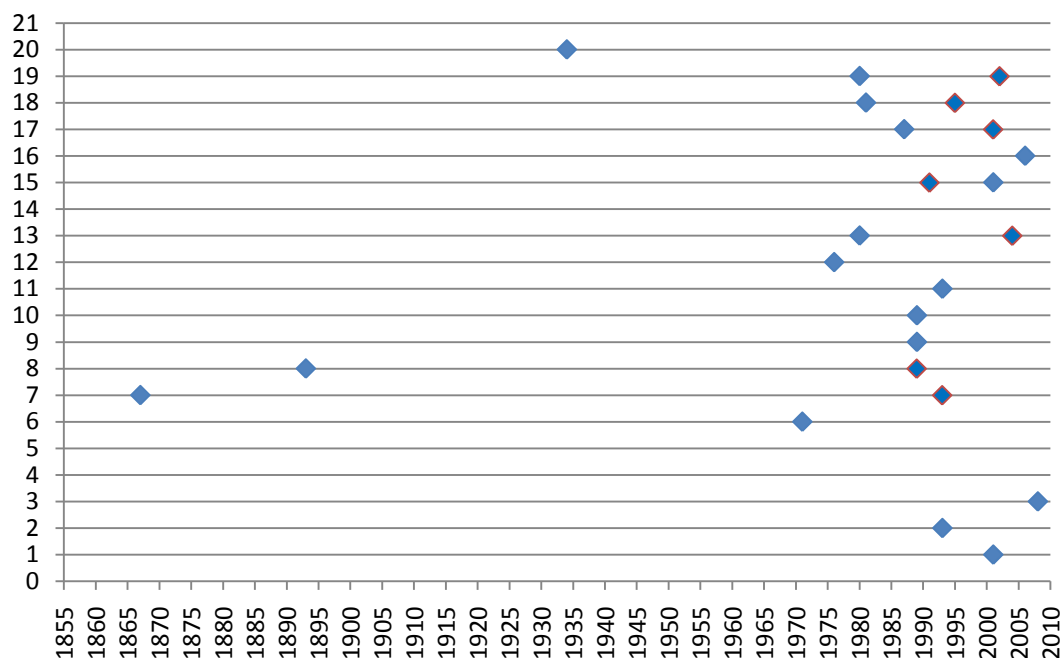
8.3 Resultados

8.3.1 Concepto de Autorregulación

Actividades		Regulación	Supervisión	Disciplina	Certificación
SRO					
Mercados Grandes	3 ³³	•	•	•	•
	10	•	•	•	•
	20	•	•	•	•
Mercados Medianos	8	•	•	•	•
	13	•	•	•	•
	15	•	•	•	•
	16	•	•	•	•
	22	•	•	•	•
Mercados Pequeños	1	•	•	•	•
	2	•	•	•	•
	4	•	•	•	•
	5	•	•	•	•
	6	•	•	•	
	7	•	•	•	•
	9	•	•	•	
	11	•	•	•	•
	12	•	•	•	•
	14	•	•	•	•
	17	•	•	•	
	18	•	•	•	
	19	•	•	•	•
21	-	-	-	-	
23	•	•	•		
Total		22	22	22	17
Porcentaje %		96	96	96	74

³³ Los números en ésta columna representan a cada jurisdicción que respondió la encuesta.

8.3.2 Fecha de constitución del organismo de autorregulación entre los miembros de COSRA



8.3.3 Actividades que desempeñan los SRO

SRO	Mercado Grande			Mercado Mediano					Mercado Pequeño											Total	%				
	3	10	20	8	13	15	16	22	1	2	4	5	6	7	9	11	12	14	17			18	19	21	23
Regulación	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	23	100
Regulación de Miembros ³⁴	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	21	91
Regulación de Conductas	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	23	100
Regulación Prudencial o Riesgos	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	13	56
Regulación de Mercado	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	20	87
Supervisión	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	23	100
Miembros	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	20	87
Información Post Trade	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	18	78
Prudencial / Riesgos	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	14	61
Extra Situ ³⁵	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	15	65
En tiempo Real	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	17	74
Regulación de Mercado	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	22	96

³⁴ Means institutional regulation and not market regulation.

³⁵ Supervision over documents that members send to the SROs.

	23	•	•	•		
Total		21	23	21	15	11
Porcentaje %		91	100	91	65	48

8.3.5 Mercados/productos autorregulados

Actividades		SRO																			
		Mercado de Acciones	Renta Fija	Intermediarios del Mercado	Listado	Oferta Pública	Sistemas de Compensación	Derivados	Depositos Centralizados de Valores	Sistemas de Liquidación	Fondos Mutuos	Fondos de inversión	Mercado Mostrador (OTC)	Mercado de Divisas	Mercado de Commodities	Colocaciones Privadas	Banca de Inversión	Banca Privada	Planeación Financiera	Compañías de admn. de bienes	Actividades de Seguros
Mercado Grande	3	•	•	•		•		•			•	•	•	•	•	•					
	10	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•			•			
	20	•	•	•	•		•	•	•	•		•	•	•							
Mercado Mediano	8	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•		•	•					•	•	
	13	•	•	•	•	•	•		•												
	15	•	•	•	•		•	•													
	16	•	•					•					•		•						
	22	•	•	•	•		•		•												
Mercado Pequeño	1	•		•	•	•	•														
	2	•	•	•	•	•															
	4	•	•	•	•	•	•														
	5	•	•	•		•					•	•	•								
	6	•																			
	7	•	•	•	•	•	•							•							
	9	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•				•		•			
	11	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•		•	•					
	12	•	•	•			•		•					•							
	14	•	•	•	•																
	17	•		•	•					•											
18	•						•														
19	•	•		•	•		•							•							
21				•	•	•															
23	•			•																	
Total		22	17	117	18	13	13	10	8	8	6	6	6	5	6	2	2	2	1	1	0
Porcentaje %		96	74	74	78	56	56	43	35	35	26	26	26	22	26	9	9	9	4	4	0

8.3.6 Participación de la industria en el proceso regulatorio

Cada encuestado calificaba de 1 a 5 su respuesta, 5 siendo el mayor nivel de participación y 1 significando un nivel bajo de participación.

Calificación	Encuestado	Participación de la industria en el proceso normativo
Autorreg.		
Mercado Grande	3	4
	10	3
	20	5
%		4
Mercado Mediano	8	2
	13	5
	15	4
	16	5
	22	3
%		3.8
Mercado Pequeño	1	3
	2	1
	4	5
	5	5
	6	4
	7	5
	9	1
	11	1
	12	1
	14	5
	17	2
	18	3
	19	1
21	-	
23	4	
%		2.4
Promedio		3.5

8.3.7 Actividades de autorregulación sujetas a supervisión

Actividad	Encuestado	Está sujeto a autorregulación?	Autorizaciones	Revisión, revocación de las normas que regulan al autorregulador así como sus reglamentos	Investigación al autorregulador cuando no ha actuado frente a una situación específica	Reportes periódicos	Inspecciones	Monitoreo remoto	Revisión y revocación de decisiones disciplinarias
Mercado Grande	3	•	•	•	•	•	•	•	•
	10	•	•	•	•	•	•	•	•
	20	•	•	•	•	•	•	•	•
Mercado Mediano	8	•	•	•	•	•	•	•	•
	13	•	•	•	•	•	•	•	•
	15	•	•	•	•	•	•	•	•
	16	•	•	•	•	•	•	•	•
Mercado Pequeño	22	•	•	•	•	•	•	•	•
	1	•	•	•	•	•	•	•	•
	2	•	•				•		
	4	•	•	•	•	•	•	•	•
	5	•	•	•	•	•	•	•	•
	6	•		•	•	•	•	•	
	7	•	•	•	•	•	•	•	•
	9	•	•	•	•	•	•	•	•
	11	•	•	•	•	•	•	•	•
	12	•		•	•		•	•	•
	14	•	•	•	•	•	•	•	•
	17	•	•	•	•	•	•	•	•
	18	•	•	•	•	•			•
19	•	•	•	•	•	•	•	•	
21	•		•	•	•	•			
23	•		•	•	•		•	•	
Total		23	19	22	22	19	19	19	18
Porcentaje %		100	83	96	96	83	83	83	78

8.3.8 Miembros de los SRO

Miembros	Encuestado	Intermediarios del mercado	Bancos	Bancas de Inversión	Comisionistas de valores	Compañías aseguradoras	Bolsas de valores	Depósitos centrales	Emisores de valores	Fondos de inversión	Cámaras de compensación y liquidación	Compañías de admon. de activos	Asesores de inversiones	Sistemas de liq. de valores	Individuos	ATS	Asociaciones o gremios
Mercado Grande	3	•		•	•		•									•	
	10	•	•	•	•		•	•		•	•						
	20	•			•	•					•	•			•	•	
Mercado Mediano	8	•	•			•				•		•					
	13	•	•			•	•			•	•		•				
	15	•															
	16	•	•		•	•											
	22	•															
Mercado Pequeño	1			•	•												
	2	•															
	4	•															
	5	•					•		•								
	6		•			•	•	•		•		•					
	7	•	•														
	9	•															
	11	•	•												•		
	12	•															
	14				•												
	17	•	•	•	•	•			•	•		•	•	•			
	18				•												
	19	•		•													
21	•																
23	•																
Total		19	8	5	8	6	5	3	2	4	4	4	2	1	2	2	0
Porcentaje %		82	35	22	35	26	22	13	9	17	17	17	9	4	9	9	0

8.3.9 Principales preocupaciones frente la Autorregulación

Cada encuestado identificó aquellos aspectos que consideró como preocupante en su respectiva jurisdicción:

Preocupaciones	Encuestado	Autorreg.											
		Conflictos de interés	Duplicidad de funciones entre el gob. y los autorreg.	Ausencia o limitada independencia del admón. del sistema de negociación	Ausencia de financiación apropiada	Ausencia o limitada independencia del gobierno	Ausencia de herramientas de monitoreo y supervisión apropiadas	Ausencia de claridad de las funciones de un autorregulador	Administración de información privilegiada y confidencial	Limitadas responsabilidades del autorregulador	Dificultad para hacer efectivas las sanciones impuestas por el autorreg.	Renuencia de la industria a los modelos autorregulatorios	Resp. de los empleados del autorreg. por su actividad en mat. disciplinaria
Mercado Grande	3												
	10	•											
	20	•											
Mercado Mediano	8	•		•					•			•	
	13	•	•	•									
	15												
	16												
	22	•						•	•				
Mercado Pequeño	1				•								
	2	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	
	4	•	•	•	•		•	•	•				
	5		•										
	6		•							•			
	7	•		•			•		•		•		
	9												
	11	•	•	•	•			•	•				
	12	•	•	•									
	14	•	•				•	•		•			
	17												
	18	•		•									
	19	•	•	•	•		•	•					
21													
23													
Total		13	9	9	5	1	5	6	6	3	2	2	0
Porcentaje %		56	39	39	22	4	22	26	26	13	9	9	0

8.3.10 Posibilidad de retiro voluntario de los autorregulados, existencia de códigos de buen gobierno y financiación apropiada de los autorreguladores

Calificación	Encuestado	Posibilidad de retiro voluntario de los autorregulados	Existencia de Códigos de buen gobierno	Financiación apropiada
Modelo Gubernamental	19	si	si	no
	21	-	-	-
	9	si	si	si
	14	si	no	si
	11	si	si	no
	2	si	si	no
	1	si	si	no
Modelo de autorregulación de bolsas limitado	12	si	no	si
	13	si	si	si
	23	no	no	no
Modelos Gubernamental y de Autorregulación de Bolsas Limitado	4	si	no	no
	22	no	no	si
Modelo de autorregulación de bolsas fuerte	5	no	si	si
	7	si	si	si
	6	si	si	si
	17	si	no	si
Modelos de autorregulación de bolsas fuerte y limitado	15	si	si	si
	10	no	si	si
Modelos de autorregulación de bolsas limitado y voluntario	8	si ³⁶	no	si
Modelos de autorregulador independiente y voluntario	16	no	si	si
Modelos de autorregulación de bolsas limitado e independiente	3	si	no	si
	20	si	si	-
Modelo de Autorregulación voluntaria	18	si	si	si

³⁶ En el caso de las autorreguladas voluntariamente los miembros pueden retirarse voluntariamente

9 BIBLIOGRAFIA

1. CARSON, John. World Bank. "Self-Regulation in Securities Markets". Memoria "I Congreso de autorreguladores de las Américas" Realizado en Bogotá, Colombia. Noviembre 13-14, 2008. <http://www.amvcolombia.org.co/>
2. IOSCO (Internacional Organization for Securities Commissions). Objectives and Principles of Securities Regulation. May 2003
3. Howell, E. y Gkantis, S. Market as Regulator: a survey. Harvard law school. Octubre, 2006
4. International Council of Securities Associations (ICSA). Self-Regulation in Financial Markets: An Explanatory Survey. Septiembre de 2006.
5. Mariano Carbajales. La regulación del mercado financiero: hacia la autorregulación del mercado de valores. Marcial Pons, Madrid 2006.
6. IOSCO (Internacional Organization for Securities Commissions). Model For Effective Regulation. En: Report of the SRO Consultative Committee of the International Organization for Securities Commissions. Mayo del 2000.
7. IIROC (Investment Industry Regulatory Organization of Canada). IIROC Submission to the Expert Panel on Securities Regulation. Agosto de 2008.
8. Securities and Exchange Commission. Commission guidance and Amendment to the Rules Relating to Organization and Program Management Concerning Proposed Rule Changes Filed by Self-Regulatory Organizations. Julio de 2008.
9. Análisis Sobre la Autorregulación en las Américas. COSRA julio, 2009.
10. Memorando de entendimiento entre la U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") y la U.S. Commodity Futures Trading Commission ("CFTC") relacionado con la supervisión en la negociación de futuros.
11. CSA SRO oversight project review of oversight of self-regulatory organizations and market infrastructure entities report of the CSA SRO oversight project committee. Diciembre de 2006.