

PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA

FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS

MAESTRÍA EN DERECHO ECONÓMICO

TESIS DE GRADO

LA FIGURA DEL ORDENANTE EN EL MERCADO DE VALORES:

Una aproximación desde el análisis económico del derecho

Director: Dr. Alejandro Rodríguez Zárate

Paula Ximena Franco Rodríguez

Camilo Andrés Núñez Rodríguez

Bogotá D.C., febrero de 2016

TABLA DE CONTENIDO

INTRODUCCIÓN	1
1. EL ORDENANTE EN EL MERCADO DE VALORES	4
1.1. Conceptualización y función económica de la figura del ordenante	4
1.2. Regla de responsabilidad objetiva (análisis de caso)	10
2. REGULACIÓN COMO INSTRUMENTO DE POLÍTICA ECONÓMICA	23
2.1. Concepto de regulación y regulación eficiente	24
2.2. Test de Spulber.....	33
3. LA REGULACIÓN COMO MECANISMO PARA RESOLVER LA FALLA DE MERCADO EN EL CASO DE LA FIGURA DEL ORDENANTE.....	39
3.1. Justificación desde la búsqueda de la eficiencia del mercado y el comportamiento racional de los agentes que participan en el mismo	39
3.2. Justificación desde la perspectiva de la economía conductual: un acercamiento a los conceptos de heurísticos y sesgos cognitivos de los agentes.	49
4. PROPUESTA NORMATIVA	59
4.1. Paternalismo libertario: un enfoque para el direccionamiento de conductas de los agentes. ..	59
4.2. Norma por defecto	68
5. CONSIDERACIONES FINALES.....	78
BIBLIOGRAFÍA	81
ANEXO No. 01	86
ANEXO No. 02	92

INTRODUCCIÓN

La figura del ordenante en el mercado de valores ha sido aceptada y aplicada ampliamente con el fin de que los inversionistas, pese a no tener conocimientos profundos acerca del funcionamiento del mercado o el tiempo suficiente para estar gestionando su portafolio de inversión, puedan tener acceso a éste canalizando sus intereses a través de una persona que los represente impartiendo las órdenes de sus operaciones por ellos.

Este tema cobra especial relevancia si se considera que el nombramiento de un ordenante es una práctica generalizada en el mercado que dinamiza su profundización y permite el cumplimiento de su función económica, toda vez que sectores con excedentes de liquidez, que buscan unas utilidades superiores a las que ofrece el sector financiero intermediado, se sienten inseguros respecto a la información que poseen sobre el mercado de valores, lo que distorsiona el riesgo que estarían dispuestos a asumir en sus decisiones de inversión. Es así como, mediante el nombramiento de un ordenante de confianza que pueda tomar dichas decisiones de inversión por ellos y ejecutarlas a través del intermediario de valores, el estado de inseguridad de los inversionistas se mitiga.

Sin embargo, al no existir una regulación clara de esta figura, el régimen de responsabilidad aplicable a la misma ha sido interpretado por los operadores jurídicos de manera que el cliente del intermediario de valores tiene responsabilidad absoluta y objetiva por aquellas operaciones y/o actos que haya realizado su ordenante en el mercado a su nombre, aun cuando no necesariamente tenía conocimiento de los mismos. Este fenómeno básicamente se ha desatado debido al temor que tienen las autoridades de que los ordenantes se conviertan en una especie de “testaferro” detrás del cual se ocultan las personas para exonerarse de responsabilidad en la comisión de infracciones en el mercado de valores.

Dicho régimen de responsabilidad ha generado desincentivos a los comitentes que quieren nombrar un ordenante, por el riesgo al que se exponen como consecuencia de la actuación de un tercero, circunstancia

que puede significar una reducción en la participación en el mercado de valores y, por ende, un costo social.

Además, los intermediarios de valores tampoco pueden establecer qué facultades le corresponden al ordenante, y por tanto, entre ellos mismos existen diferencias sobre el alcance de la figura y la responsabilidad que le asiste a ellos con respecto al comitente en caso de darse una conducta que afecte a los partícipes del mercado.

A su vez, los operadores jurídicos tienen que elaborar complejas teorías con el fin de imputarle responsabilidad al comitente, específicamente en materia administrativa, por los actos de su ordenante y a la sociedad comisionista cuando permite la extralimitación de las funciones del mismo.

Con base en los argumentos expuestos, se justifica el estudio de la regulación de esta figura utilizando algunas herramientas del análisis económico del derecho con el fin de llegar a proponer una norma por defecto que contemple un catálogo de facultades para el ordenante, a partir de las cuales se asignen claramente las responsabilidades del cliente y de su ordenante frente a las operaciones y/o actos que realice este último en desarrollo del mandato conferido por el primero, de manera que se satisfagan tanto los intereses sociales representados por la autoridad administrativa como los intereses propios del dinamismo del mercado de valores; todo ello a efectos de que el escenario resultante de su aplicación sea más eficiente que el que se observa actualmente.

En este nivel, resulta indispensable hacer un estudio cuidadoso de la técnica más adecuada a la hora de regular los mercados. En efecto, la doctrina más autorizada ha considerado que la intervención de los mismos se justifica cuando se detecta la presencia de fallas generalmente consistentes en la existencia de agentes con estructuras monopólicas, la interdependencia de planes y decisiones y la existencia de asimetrías en la información. Es precisamente esta última la más visible, principalmente por dos aspectos:

uno general, que se presenta en todos los escenarios del comportamiento humano, y uno específico, propio de la complejidad del mercado de valores.

En punto del aspecto general, la economía conductual ha sido crítica frente a los postulados de la racionalidad absoluta concebidos por los adeptos a la economía neoclásica encontrándose que, a diferencia de la tendencia dominante, el comportamiento de los agentes económicos es impredecible y la toma de decisiones se da bajo una no racionalidad en un sentido amplio¹, entendido como aquel escenario donde no se logra el óptimo, racionalidad limitada, una voluntad limitada y un egoísmo limitado. De otro lado, en cuanto al aspecto específico, tenemos que un mercado como el de valores es por naturaleza sumamente complejo, requiere de información y conocimientos muy especializados, hechos que generan que ciertos agentes posean más y mejor información que el resto de los participantes.

Las circunstancias descritas invitan a tener en cuenta estos aspectos a la hora de establecer las reglas del juego. Sin embargo, se debe advertir que la sola presencia de fallas en el mercado no implica necesariamente una necesidad de intervención en el mismo. De allí que para determinar cuál es el mecanismo de regulación eficiente de la figura del ordenante en el mercado de valores, se recurrirá al test que el profesor Daniel F. Spulber propone para determinar la necesidad de intervenir un mercado; esto es: detectar la existencia de una falla de mercado, probar que existe una solución a la misma dada por la regulación en el mercado y demostrar que los beneficios de la regulación son mayores que los costos de la misma.

Una vez realizado el ejercicio anterior, se tendrán los elementos de juicio necesarios para proponer una norma por defecto que solucione las necesidades que este mercado demanda en búsqueda principalmente

¹ Esta no racionalidad se entiende en un sentido amplio y se divide en tres categorías: i) No racionalidad en sentido estricto, en la que el agente tiene toda la información y conocimiento requeridos para lograr el resultado óptimo, pero por heurísticas, sesgos, emociones, etc., no logra el óptimo. A pesar de no lograrse ese óptimo (no racionalidad en sentido amplio), en estricto sentido la racionalidad no es limitada; ii) Racionalidad limitada, como segunda categoría de la no racionalidad en sentido amplio, en la que el agente carece de toda la información relevante, o de todo el conocimiento y/o experiencia relevante para procesar la información, y por esa razón el resultado no es el óptimo; iii) Irracionalidad, escenario en el que no se logra el óptimo por causas patológicas ajenas a una solución por vía de regulación del mercado (como las compras compulsivas o la ludopatía). Sobre este punto ver: RODRÍGUEZ ZÁRATE, Alejandro. BEYOND THE RATIONAL CORPORATE GOVERNANCE: THE CASE OF THE NON-RATIONAL RETAIL SHAREHOLDERS. Disponible en: <http://www.law.uchicago.edu/files/file/rodriguez.pdf>

del objetivo de eficiencia de la regulación, sin desconocer que pueden existir otros objetivos igualmente a tener en cuenta tales como: equilibrio, equidad, estabilidad y crecimiento.

1. EL ORDENANTE EN EL MERCADO DE VALORES

1.1. Conceptualización y función económica de la figura del ordenante

Como se anticipaba, este trabajo gira en torno a la figura del ordenante, sin embargo, ésta no tiene una regulación suficiente dentro de nuestro ordenamiento jurídico, a pesar de su utilización generalizada en el mercado de valores y su importancia para el funcionamiento del mismo².

La primera aproximación a una regulación expresa de este concepto se dio con el Boletín Normativo No. 09 de 2008 del Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) mediante el cual se modificó el reglamento de dicha entidad y se determinaron las reglas e instrucciones que debían tener en cuenta las sociedades comisionistas de bolsa relacionadas con los libros de órdenes y el procesamiento de éstas. En particular, en la etapa de recepción de órdenes se reglamentó la figura del ordenante. Previa a la expedición de esta normativa, la figura era utilizada ampliamente pero se regía por la autonomía de la voluntad privada de los clientes para determinar la forma en que impartirían las órdenes a su mandante³ y se regulaba en virtud de las normas del Código Civil relacionadas con el contrato de mandato⁴.

Es así como en el artículo 1 del Reglamento de AMV simplemente se define esta figura como aquella persona natural autorizada por el cliente para impartir órdenes a nombre de éste, y en el artículo 51.12 del citado Reglamento se dispone que: *“Los clientes podrán facultar a una o varias personas para que impartan órdenes en su nombre. Esta facultad deberá constar por escrito y otorgarse de manera previa a la realización de la primera operación. (...)”*. Al respecto, AMV ha señalado que “[s]er ordenante

² Sobre este punto, en su concepto número 1283 del 01 de septiembre de 2015, AMV señaló que “tiene conocimiento que la figura del ordenante es comúnmente usada en el mercado de valores, sin embargo para conocer los volúmenes operados a través de esta figura debe dirigirse a cada uno de los intermediarios del mercado”. Hay que aclarar que para la realización este trabajo no fue posible acceder a la información exacta de las operaciones realizadas a través de esta figura porque dicha información hace parte de la reserva bursátil que deben preservar los intermediarios de valores frente a la información de sus clientes.

³ Superintendencia Financiera. Concepto No. 2008051747-001 del 02 de septiembre de 2008.

⁴ AMV. Concepto número 1283 del 01 de septiembre de 2015. Numeral 2.

significa asumir la función de impartir órdenes que les corresponden a los clientes. En consecuencia, cuando un allegado o familiar ejerce la función de impartir órdenes, éste actuará como ordenante”⁵.

Ahora bien, la figura del ordenante tiene una función económica muy importante en la profundización del mercado de valores, toda vez que hace posible que personas que no pensarían en participar en el mismo por una multiplicidad de factores que les impiden gestionar directamente sus portafolios de inversión, accedan a éste a unos costos menores, ya que: i) normalmente no tendrán que pagar a su ordenante por la asesoría que éste les puede prestar o la gestión que haga de su portafolio, y ii) se evitan los altos costos de transacción que les implica no poder tomar decisiones eficientes y oportunas respecto a sus inversiones, tales como vender un valor en un momento determinado⁶.

Simplemente a título ilustrativo, se puede pensar en un pensionado, con unos excedentes de liquidez derivados de la recepción de unos cánones de arrendamiento mensuales, que quisiera invertir en algún activo que le diera una utilidad mayor a un CDT, pero quien: i) no tiene conocimiento acerca del funcionamiento del mercado de valores, ii) no tiene una confianza plena en el intermediario de valores, y iii) tampoco quiere tener que lidiar con la toma diaria de decisiones sobre la compra o venta de bonos o acciones según el comportamiento del precio o liquidez de las mismas. En este caso, el pensionado nombra a su hijo como ordenante, quien puede encargarse de gestionar el portafolio de su padre, y diariamente es asesorado por uno de los comerciales de la sociedad comisionista de bolsa para tomar las decisiones de inversión por él.

Nótese que es muy común que sectores con excedentes de liquidez que buscan unas rentabilidades superiores a la que ofrecidas el sector financiero intermediado, se sientan inseguros respecto a la

⁵ AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. *AMV- DOCUMENTO DE INVESTIGACIÓN* || DI-06. Disponible en: <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20110721212059.pdf>

⁶ Al respecto, “[e]ven where control- related information is largely available, high transaction costs can arise if, because of a lack of sophistication or time, investors cannot process and use the information to make efficient investment decisions. This will be the position of small, individual shareholders who are not professional investors. For these shareholders, transaction costs can be so significant that exit is effectively unavailable. (...) As a result, small individual investors can become locked into a company because they can only sell on disadvantageous terms. At the same time they may be unable to exercise direct monitoring, since they lack the incentive and the resources to obtain or utilize information.” (Dignam, Alan & Galanis, Michael. *Globalization of Corporate Governance*. Abingdon, Oxon, GBR: Ashgate Publishing Group, 2009. ProQuest ebrary. Web. Pág. 71).

información que poseen sobre el mercado de valores, lo que distorsiona el riesgo que estarían dispuestos a asumir en sus decisiones de inversión, situación que se ve mitigada con el nombramiento de un ordenante de su confianza que pueda tomar estas decisiones de inversión por ellos y ejecutarlas a través del intermediario de valores.

Esta figura, por ejemplo, podría tener una connotación similar al “*Investment adviser*” de fondos de inversión en Estados Unidos, los cuales se encargan de aconsejar a otros, sea directamente o través de publicaciones, sobre el precio de los valores o el riesgo de invertir, comprar o vender estos. Ahora bien, esta figura se diferencia del ordenante en nuestra legislación porque tiene una regulación extensa como un servicio e implica necesariamente una contraprestación para el *investment adviser*⁷.

Posteriormente, con la expedición del Decreto 4939 de 2009, hoy incorporado en el Decreto 2555 de 2010, se regularon las órdenes impartidas por terceros, estableciendo algunas restricciones al momento de utilizar la figura del ordenante. Así, el artículo 7.2.1.1.7 del Decreto 2555 de 2010 dispone que, en primer lugar, el ordenante no puede ser una persona que se dedique profesionalmente a impartir órdenes que le corresponden a los clientes en las operaciones de intermediación de valores, sin la debida inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera, toda vez que esto constituye un ejercicio ilegal de la actividad de intermediación de valores.

⁷ Resulta interesante observar que dentro de las prohibiciones establecidas para los *investment advisers* se encuentra expresamente: “SEC. 206. It shall be unlawful for any investment adviser, by use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, directly or indirectly- (...) (3) acting as principal for his own account, knowingly to sell any security to or purchase any security from a client, or acting as broker for a person other than such client, knowingly to effect any sale or purchase of any security for the account of such client, without disclosing to such client in writing before the completion of such transaction the capacity in which he is acting and obtaining the consent of the client to such transaction; (4) to engage in any act, practice, or course of business which is fraudulent, deceptive, or manipulative”. Ver: INVESTMENT ADVISERS ACT OF 1940 [AS AMENDED THROUGH P.L. 112-90, APPROVED JANUARY 3, 2012]. Disponible en: <https://www.sec.gov/about/laws/iaa40.pdf>

Sobre la primera de estas prohibiciones señaladas anteriormente, la Securities and Exchange Commission (SEC) ha señalado que: “The wording and legislative history of Section 206(3) indicate that Congress recognized that both principal and agency transactions create the potential for advisers to engage in self-dealing. Principal transactions, in particular, may lead to abuses such as **price manipulation** or the placing of unwanted securities into client accounts” (resaltado fuera del texto). Ver, por ejemplo: UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Litigation Release No. 16838 / December 21, 2000. Securities and Exchange Commission v. Michael L. Smirlock and LASER Advisers Inc., 00 Civ. 9680 (RO) (S.D.N.Y.). Disponible en: <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr16838.htm>

De esta manera, existe una responsabilidad directa del *investment adviser* ante conductas manipulativas que puedan llevarse a cabo en el marco de la administración del portafolio del fondo que puedan afectar a sus inversionistas, máxime cuando estas pueden ser derivadas de situaciones de conflicto de interés. Adicionalmente, el *investment adviser* está obligado a contemplar programas de cumplimiento y códigos de ética para sus empleados que eviten comportamientos contrarios a las normas del mercado de valores.

Relacionado con lo anterior, dentro de las actividades que pueden ser ejercidas por los ordenantes no está incluida la de brindar asesoría profesional a los clientes como lo hace el intermediario de valores, toda vez que ésta se encuentra catalogada como una operación de intermediación de acuerdo con el artículo 7.1.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010 y por ende sólo puede ser ejercida por personas sujetas a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera que contemplen dicha actividad dentro de su objeto social.

Por este motivo, el referido artículo 7.2.1.1.7 del Decreto 2555 de 2010 señala que en ningún caso la existencia de un ordenante exime de responsabilidad al intermediario de valores de cumplir con sus deberes y obligaciones, tales como el de asesoría y documentación⁸, entre otros, los cuales deberán observar frente al ordenante en las mismas condiciones que se ejecutarían frente al cliente directamente.

Entonces, es claro que el ordenante no suple las obligaciones que tiene el intermediario de asesorar a su cliente, ni representa al intermediario de valores, antes al contrario, representa el cliente frente al intermediario, para impartir órdenes por él. Tampoco puede el intermediario ampararse en el hecho que el ordenante sea un inversionista profesional, para no prestar la debida asesoría profesional a la que está obligado, incumpliendo por ejemplo los deberes de perfilar al cliente y actuar de acuerdo con su perfil.

Además, existe otra limitación a la figura del ordenante establecida en el artículo 51.12 del Reglamento de AMV, de acuerdo con la cual ninguna persona puede ser ordenante de más de cinco personas en una misma sociedad comisionista, salvo que lo haga para partes relacionadas, de acuerdo a lo definido en dicho Reglamento.

⁸ Particularmente, frente al deber especial de documentación, definido en el numeral 3° del artículo 7.3.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, en virtud del cual el intermediario de valores deberá poner a disposición de sus clientes los soportes, comprobantes y demás registros de las órdenes y operaciones realizadas en desarrollo de su relación contractual, la Superintendencia Financiera ha señalado que: *“Sin perjuicio de las políticas y procedimientos que el intermediario haya dispuesto para el suministro de la información y las condiciones particulares para el manejo de la cuenta dispuestas por el titular de la misma, siempre que el ordenante este (sic) habilitado para ello, el cumplimiento de lo dispuesto en el numeral 3 del artículo 7.3.1.1.2. del Decreto 2555 de 2010 es obligatorio por parte de la sociedad comisionista de bolsa. Se reitera que deberá tenerse en cuenta lo dispuesto por el cliente con su mandatario en virtud del principio de la autonomía de la voluntad”*. (Superintendencia Financiera de Colombia. Concepto 2011010378-001 del 10 de marzo de 2011).

En contraste, en las recomendaciones de AMV aparece explícitamente señalado que *“A pesar de que los clientes tengan ordenantes, toda la información y extractos deberían dirigirse al cliente, para que éste sea quien monitoree permanentemente sus inversiones”*, lo cual tiene un sentido importante para este trabajo porque demuestra que la industria considera necesario que el comitente pueda vigilar las actuaciones de su ordenante si va a ser responsable de las mismas. (AMV. Manual de Buenas Prácticas. Recomendaciones en materia de “ordenantes”. Edición No. 4 Junio de 2011. Disponible en: <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/practicasNo4.pdf>).

Bajo este marco normativo, un ordenante es cualquier persona natural que sea nombrada por el cliente para impartir órdenes al intermediario a su nombre, y la relación entre el cliente y el ordenante es independiente de aquella que existe entre el cliente y el intermediario, siendo que la primera se rige únicamente por lo dispuesto entre las partes dada la falta de regulación al respecto, y sin que exista una limitación en materia de las facultades que le asisten al ordenante.

Sobre este punto, resulta relevante lo dispuesto en el numeral 4.2.2.2.1.3 del Capítulo IV del Título IV de la Parte I de la Circular Básica Jurídica de la Superintendencia Financiera (Circular Externa No. 029 de 2014), incorporado mediante la Circular Externa 026 de 2008, donde se establece dentro de los parámetros de conocimiento del cliente que las entidades vigiladas deben cumplir para efectos del Sistema de Administración de Riesgo de Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo –SARLAFT-, que el formulario de solicitud de vinculación debe ser también diligenciado por *“toda persona que se encuentre facultada o autorizada para disponer de los recursos o bienes objeto del contrato”*, como lo sería un ordenante, en cuyo caso la entidad deberá verificar el documento que acredita dicha facultad o autorización.

Precisamente, el cliente debe autorizar a su ordenante en un documento donde teóricamente podría determinar expresamente las facultades conferidas al mencionado mandatario o en todo caso las restricciones que va a tener con respecto a la gestión que va a realizar frente al intermediario, la cual deberá verificar cuál es el alcance del mencionado contrato previa ejecución de cualquier orden impartida por el ordenante.

Sin embargo, lo que se observa en la práctica es que en este formulario de solicitud de vinculación del cliente existe un anexo denominado “tarjeta de firmas” (Ver Anexo No. 01) donde firman todas aquellas personas facultadas para el manejo de la cuenta del cliente, sin que haya un espacio explícito para la limitación de las facultades de cada una de ellas, por lo cual, en general, los clientes nunca hacen referencia explícita a las facultades que le asisten a los ordenantes de la cuenta, y tampoco existe una

cultura al interior de los intermediarios de valores de verificar éstas de manera previa a la ejecución de una orden impartida a nombre del cliente.

De hecho, el AMV ha señalado que uno de los problemas más comunes con la figura del ordenante es la *“Ausencia de una determinación clara sobre qué puede y qué no puede realizar el ordenante en nombre del cliente”*⁹, y al respecto ha recomendado al mercado como una buena práctica *“exigir al cliente que en el escrito de designación mencione expresamente las actividades que puede realizar el ordenante en su nombre. Es importante, en lo posible, que la discriminación de actividades sea suficientemente clara. (...) Ha de hacerse, además, mención expresa de si el ordenante está autorizado o no para realizar traslados de títulos o de recursos en nombre del cliente, y de estarlo si existe o no una cuantía máxima”*.

Al respecto, se resalta que ante la falta de regulación de la figura se ha dejado a la discrecionalidad del comitente la determinación de las facultades del ordenante, y la carga de la comprobación de las mismas previa a la realización de cualquier operación en teoría se encuentra en cabeza del intermediario de valores, quien, por ejemplo, tendría que verificar que en el caso de las personas jurídicas, que los representantes legales que nombran un ordenante diferente a ellos puedan efectuar dicha designación de acuerdo a sus facultades legales y estatutarias.

Esto es concordante con la tendencia consistente según la cual las obligaciones derivadas de la figura del ordenante se rigen por la regulación del contrato de mandato¹⁰. Así, la Superintendencia Financiera ha aclarado que *“Tratándose de la figura de “Ordenante”, al interior de una sociedad comisionista, se entiende que se trata del mandato que ha sido conferido por uno de los clientes de dicha sociedad a un tercero ‘ordenante’”, quien en virtud de tal contrato recibe autorización para impartir en su nombre*

⁹ AMV. Manual de Buenas Prácticas. Recomendaciones en materia de “ordenantes”. Edición No. 4 Junio de 2011. Disponible en: <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/practicasNo4.pdf>

¹⁰ Ver: Superintendencia Financiera. Concepto 2008051747-001 del 2 de septiembre de 2008 y Concepto 2011010378-001 del 10 de marzo de 2011.

*órdenes a la sociedad comisionista, y para efectos legales se entenderán impartidas por el cliente”*¹¹
(subrayas fuera del texto).

Por lo tanto, considerando que la figura de ordenante no tiene una detallada regulación especial, al tratarse de una figura propia del mercado de valores, le son plenamente aplicables las normas del contrato de mandato contenidas en el Código Civil y Código de Comercio¹², toda vez que en el estado actual de definición de la figura, presentando anteriormente, el ordenante es un tercero que actúa en nombre y por cuenta del comitente de un intermediario de valores ante éste, en los términos señalados en los artículos 2142 y 2177 del Código Civil.

1.2. Regla de responsabilidad objetiva (análisis de caso)

En primer lugar, es importante aclarar que en el presente trabajo se considerará básicamente la responsabilidad civil y administrativa que le asiste al cliente por las operaciones y/o actos realizados por su ordenante, toda vez que en materia penal, al ser obligatoria la prueba del elemento subjetivo del tipo para la configuración del delito, este problema de la figura del ordenante se encuentra relativamente zanjado, toda vez que si no se prueba el actuar doloso del comitente, no podría imputársele el delito de manipulación fraudulenta de especies inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios¹³ u otros delitos cuya tipificación se relacione con operaciones en el mercado de valores.

En este contexto, se analizarán dos tipos de responsabilidades que le pueden asistir al cliente frente a las operaciones y/o actos que realice su ordenante: i) la responsabilidad en el cumplimiento de las operaciones frente a terceros participantes del mercado, y ii) la responsabilidad en materia administrativa que podría asistirle ante la comisión de infracciones del mercado de valores por cuenta de dichas operaciones y/o

¹¹ Ibidem.

¹² Al respecto, la Superintendencia ha sostenido que “*las normas generales del estatuto mercantil serían aplicables a las entidades del sector financiero y asegurador en todos los eventos en que sus normas especiales no hubieren previsto para ellas alguna disposición imperativa que les sea contraria*”. Superintendencia Bancaria. Concepto N° 96031710-2. Octubre 10 de 1996.

¹³ Código Penal. ARTICULO 317. MANIPULACION FRAUDULENTE DE ESPECIES INSCRITAS EN EL REGISTRO NACIONAL DE VALORES E INTERMEDIARIOS. El que realice transacciones, con la intención de producir una apariencia de mayor liquidez respecto de determinada acción, valor o instrumento inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios<Registro Nacional de Valores y Emisores> o efectúe maniobras fraudulentas con la intención de alterar la cotización de los mismos incurrirá en prisión de treinta y dos (32) a ciento ocho (108) meses y multa hasta de cincuenta mil (50.000) salarios mínimos legales mensuales vigentes.

actos, donde se analizará un caso reciente decidido por la Superintendencia Financiera en el que se ha establecido una regla de responsabilidad objetiva¹⁴.

Frente a la primera de estas responsabilidades, se recuerda que: *“el contrato del mandato es un negocio jurídico intuitus personae, ya que es celebrado en consideración a las calidades del mandatario y confianza dispensada por el mandante (artículo 2142 Código Civil), en efecto “... el mandatario habla, escribe y obra, en nombre del mandante, cuyo órgano y portavoz es; si figura en la escena jurídica, es en nombre de él, de suerte que los actos a que procede producen sus efectos en el patrimonio del comitente, no en el suyo propio”¹⁵”*.¹⁶ (Subrayas fuera del texto).

Como puede observarse, la figura del ordenante se enmarcaría dentro de un contrato de mandato con representación, toda vez que las órdenes impartidas por el ordenante, que sería el mandatario, se entienden impartidas por el cliente, es decir, el mandante. Además, las obligaciones que surjan frente a los terceros con quienes se realicen operaciones en el mercado de valores a nombre de dicho cliente por parte del intermediario de valores estarán en cabeza directamente del mandante, quien es directa y exclusivamente el cliente.

Ahora bien, es claro que para el caso de operaciones informadas y consentidas por el mandante, éste responderá frente a terceros. Además, en un sistema de negociación de valores, como el administrado por la Bolsa de Valores de Colombia, donde las dos puntas de una determinada operación en general no conocen a los comitentes de los intermediarios de valores, independiente de quien hubiere impartido la orden, la obligación del cumplimiento de la operación se encuentra en cabeza del cliente del intermediario

¹⁴ Por responsabilidad objetiva se entiende como aquella institución jurídica en virtud de la cual quien produce un daño antijurídico debe repararlo. Así, los elementos necesarios para que se configure este tipo de responsabilidad es la existencia de un daño imputable a la actuación de una persona, sin importar que esta última haya sido culposa o dolosa. Es decir, un daño y el nexo causal entre éste y el actuar de una persona. Este tipo de responsabilidad ha sido reconocida y desarrollada por la jurisprudencia especialmente en los casos de responsabilidad por daños al medio ambiente, en responsabilidad por el hecho de los animales fieros, y en eventos de responsabilidad extracontractual del Estado, entre otros.

Sobre este punto ver: TAMAYO JARAMILLO, Javier. Tratado de responsabilidad civil, 2ª ed., t. II, Bogotá, Legis Editores, 2007, pp. 178; Corte Suprema de Justicia. Sala de Casación Civil. Sentencia del 24 de octubre de 1994. MP: Carlos Esteban Jaramillo GJ CCXXXI, N° 2470 P. 830; Corte Suprema de Justicia. Sala de Casación Civil, Sentencia de 18 de septiembre de 2009, M.P.: William Namén Vargas, Rad.: 20001-3103-005-2005-00406-01; Consejo de Estado. Sala de lo Contencioso Administrativo, Sección Tercera, Sentencia de 13 de febrero de 2003, C.P. Alirio Eduardo Hernández Enríquez, exp. 12654.

¹⁵ JOSSERAND, Louis. *Derecho Civil Obligaciones y Contratos*, Tomo II. Ediciones Jurídicas Europa – América, Reimpresión 1984 Buenos Aires, pág. 354.

¹⁶ Consejo de Estado. Sala de lo Contencioso Administrativo. Sección Tercera. Subsección C. CP. Enrique Gil Botero. Radicación: 20001-23-31-000-2000-00048-01 (24.102), 29 de marzo de 2012.

y se hará con cargo a los recursos que éste haya dispuesto en la sociedad comisionista para el efecto; de lo contrario, tendrá que responder por dicha operación directamente la sociedad comisionista, quien, en todo caso, podrá repetir contra el cliente.

Sin embargo, el problema se torna más complicado cuando se trata de operaciones que no fueron consentidas por el comitente y éste considera que el ordenante no se encontraba facultado para realizarlas; por ejemplo, por tratarse de operaciones más complejas como las operaciones repo que requirieren de una carta de compromiso firmada por el comitente.

Para resolver esto, es necesario remitirse nuevamente a las reglas del mandato con el fin de hacer una distinción entre la responsabilidad derivada de los actos que realiza el mandatario observando los límites del mandato pero sin la debida diligencia para cumplirlo, y aquellos actos ejecutados en extralimitación de sus funciones, es decir, cuando se realizan en ausencia de un mandato para el efecto o por fuera de las facultades conferidas por el mandatario.

A este respecto, la Corte Suprema de Justicia ha sido clara en señalar que:

“Si el fundamento del mandato reside en la confianza, pues esta es una de sus características, la debida diligencia y cuidado en la ejecución del encargo, el mandatario debe situarse en la posición del mandante. En ese sentido, aquél no sólo está obligado a actuar en todo momento mirando siempre los intereses de éste, como si fueran los propios, a fin de obtener el mayor provecho y a menor costo, sino también a tomar todas las precauciones que habría adoptado el comitente si hubiere procedido personalmente en la realización del negocio.

La responsabilidad, entonces, se predica, en términos generales, en el caso de que el mandatario, sin salirse de los linderos establecidos, ejecuta el encargo en forma diversa a la señalada por el mandante o en el evento que infrinja sus términos. Situación distinta es la extralimitación de funciones, es decir, la ejecución de actos más allá de los límites del mandato o en ausencia del

mismo, porque con independencia de la sanción que proceda cuando así se contrata, inoponibilidad, nulidad, en fin, como el comitente, en principio, no está obligado a cumplir los negocios celebrados en su nombre, esto excluye, por regla general, que pueda reclamar contra el mandatario”¹⁷ (Resaltado fuera del texto).

En este sentido, los efectos de aquellas operaciones y/o actos que realiza el mandatario por cuenta y a nombre del mandante recaen sobre este último, siempre que las actuaciones del primero se encuentren dentro de los límites de las facultades que le fueron otorgadas y, en consecuencia, dicho mandante será responsable ante terceros, sin perjuicio de que pueda pedir la declaración de la responsabilidad contractual del mandatario que actuó sin la debida diligencia.¹⁸

En virtud de lo anterior se tiene que, en punto de la figura del ordenante, todos los efectos de aquellos actos realizados por éste en nombre del cliente, recaerán sobre el segundo y, por ende, lo comprometerán y afectarán patrimonialmente, siempre que se realicen en los estrictos términos del mandato¹⁹. Es decir, desde la perspectiva del mandato, no podrán ser imputados al cliente los actos del ordenante que se realizaron en extralimitación de sus facultades, las cuales deberán estar previamente establecidas por el cliente desde el momento en que le confiere su mandato al ordenante.

Ahora bien, situación diferente se presenta si el mandante hubiera señalado algunas limitaciones a las facultades del mandatario, por ejemplo, imponiendo un tope a la cuantía de las operaciones que puede celebrar este ordenante y, sin embargo, dichas restricciones son pasadas por alto, tanto por este último como por el intermediario de valores quien ejecuta las órdenes aun cuando las mismas extralimitan las

¹⁷ Corte Suprema de Justicia. Sala Civil. M.P. Jaime Alberto Arrubla. 12 de junio de 2007. Radicación No. C-0500131030142000-00310-01.

¹⁸ Un ejemplo de ello son las actuaciones del mandatario que, a sabiendas, realizó operaciones que claramente contrariaban los intereses del mandante. De allí que el artículo 2155 del Código Civil dispone que el mandatario responderá hasta de la culpa leve en el cumplimiento de su encargo.

¹⁹ BONIVENTO JIMÉNEZ, José Armando. *Contratos Mercantiles de Intermediación*. Ediciones Librería del Profesional. 1996. Pág. 53.

facultades conferidas al ordenante²⁰. En este caso: ¿quién sería el responsable de cumplir dichas operaciones frente a terceros participantes del mercado?

Para responder esta pregunta, es posible remitirse al desarrollo doctrinal que ha tenido la responsabilidad del mandatario en los eventos de extralimitación de sus funciones según el cual en los casos de extralimitación solamente estaría obligado el mandatario, es decir, el ordenante y no serían oponibles al comitente²¹. Sin embargo, esta no puede ser una solución válida a la luz de la regulación del mercado de valores, toda vez que los terceros participantes de buena fe no tienen por qué ni cómo conocer las relaciones internas existentes entre los comitentes y sus ordenantes toda vez que, como se explicaba, el mercado es en general ciego y además las sociedades comisionistas tiene el deber de guardar reserva sobre la información de sus comitentes. Una regla en este sentido resultaría siendo contraria al principio de eficiencia económica que busca el funcionamiento ágil y transparente del mercado de valores.

Adicionalmente, el principio de finalidad en las operaciones sobre valores consagrado en el artículo 10 de la Ley 964 de 2005 indica que las *“órdenes de transferencia de fondos o valores derivadas de operaciones sobre valores, así como cualquier acto que, en los términos de los reglamentos de un sistema de compensación y liquidación de operaciones deba realizarse para su cumplimiento, serán firmes, irrevocables, exigibles y oponibles frente a terceros a partir del momento en que tales órdenes hayan sido aceptadas por el sistema de compensación y liquidación”* (negrilla fuera del texto). Esto mismo aplica para los actos relacionados con las garantías propias de un participante a un sistema de compensación y liquidación de operaciones, de acuerdo con el artículo 11 de la referida disposición.

²⁰ Ver también una mención a este deber de la sociedad comisionista de verificar el alcance de las facultades del ordenante en el documento sobre Responsabilidad Disciplinaria de la Bolsa Mercantil de Colombia del 03 de junio de 2010. Disponible en: http://www.bolsamercantil.com.co/library/resource/documents/Presentaci%C3%B3n%20Responsabilidad%20Disciplinaria%20SCB_Jun_10648.pdf

²¹ Al respecto, se ha señalado que: “[c]omo es apenas natural, la primera y principal obligación del mandatario es realizar el encargo aceptado, sin exceder los límites del mandato (artículo 1266 – inciso 1- del Código de Comercio). Esta obligación tiene su complemento, para que se entienda debidamente cumplida, en el deber de seguir las instrucciones suministradas por el mandante, pudiendo separarse de ellas, únicamente, cuando circunstancias desconocidas que no puedan serle comunicadas a quien hizo el encargo, permitan suponer, razonablemente, que éste hubiera aprobado la actuación. Así lo establece el artículo 1266, inciso 3. (...) El mandatario puede o no ser representante del mandante pero, en todo caso, debe ceñirse a los límites de la gestión, so pena de que en uno y otro evento, lo repetimos, se obligue personalmente ante terceros. Entonces, sin confundir mandato con representación, por regla general, el mandatario que actúe por fuera de los límites del encargo se vincula personalmente ante terceros, sin que tales actos afecten la situación jurídica del mandante, quien permanece totalmente indiferente a ellos. Ibídem, págs. 55 a 56.

En este sentido, no resulta posible afectar de ninguna manera los valores, recursos y garantías del patrimonio del cliente que fueron destinados para el cumplimiento de una operación, aun cuando la misma haya sido ordenada en un evento de ausencia de facultades del mandatario para la misma, por lo cual, el mandante deberá responder ante terceros por la operación, sin que pueda exonerarse de responsabilidad alegando la extralimitación de las funciones de su mandatario, configurándose así una regla de responsabilidad objetiva para este caso de cumplimiento de operaciones ante terceros.

De la misma forma, es oportuno señalar que una regulación²² entendida en un sentido amplio que atentara contra este principio de finalidad en las operaciones celebradas en el mercado de valores, a su vez resultaría siendo contraria a los criterios y objetivos de intervención previstos en el artículo 1 de la Ley 964 de 2005, particularmente la protección de los participantes del mercado, su confianza en el mismo, y sería contraria a la promoción de su desarrollo y eficiencia.

En todo caso, el comitente podría repetir contra su ordenante por aquellas obligaciones que tuvo que cumplir debido a las órdenes que éste impartió en ausencia de mandato al respecto. También la sociedad comisionista, que se encontraba obligada a verificar el alcance de las facultades otorgadas al mandante, comprometió, respecto al comitente, su propia responsabilidad por el incumplimiento de sus deberes generales como intermediario de valores.²³

Por otra parte, con el fin de hacer un análisis de la responsabilidad administrativa que le podría asistir al mandante por las operaciones y/o actos que pudieran configurar infracciones a las normas del mercado de valores, particularmente, las relacionadas con conductas manipulativas del mercado, es necesario hacer

²² Entendida la regulación en un sentido amplio como el “conjunto de normas de carácter general o particular, dictadas por los diversos órganos estatales en ejercicio de sus facultades o por los agentes involucrados en una operación de mercado y que, sin importar si tienen un contenido económico directo o no, impactan de alguna manera la protección al consumidor financiero [en este caso, el funcionamiento del mercado de valores]”. Ver: CHAVARRO GONZÁLEZ, Fabián, LÓPEZ GÓMEZ, Pierre Paolo, RODRÍGUEZ ZÁRATE, Alejandro. “La regulación sobre protección al consumidor en el mercado financiero colombiano”. En: Libro CEDE 3 “Relaciones contemporáneas entre Derecho y Economía”, PUJ, pp. 442.

²³ Decreto 2555 de 2010. Artículo 7.3.1.1.1 (Artículo 1.5.3.1 de la Resolución 400 de 1995, subrogado por el Decreto 1121 de 2008). Deberes generales de los intermediarios de valores. Los intermediarios de valores deben proceder como expertos prudentes y diligentes, actuar con transparencia, honestidad, lealtad, imparcialidad, idoneidad y profesionalismo, cumpliendo las obligaciones normativas y contractuales inherentes a la actividad que desarrollan.

unas breves consideraciones sobre la responsabilidad objetiva que rige el régimen sancionatorio administrativo en este tema.

En el ámbito del derecho sancionatorio no resulta aplicable la culpabilidad propia del campo penal, sino que se permite la imposición de sanciones con base en la responsabilidad objetiva del infractor²⁴, de acuerdo a lo señalado en el literal k) del numeral 4° del artículo 208 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero²⁵. De tal forma, la demostración de la ocurrencia de la conducta y de la violación de un precepto legal de obligatoria observancia, serán en principio causal suficiente para que proceda la imposición de una sanción por parte de la autoridad administrativa, bajo el entendido de que en el ordenamiento debe estar contemplada la consecuencia aplicable al desconocimiento del respectivo precepto legal sin que sea necesario que la administración, como se ha mencionado, entre a demostrar que el responsable de la conducta infractora obra con culpa o dolo²⁶.

Bajo este contexto de responsabilidad objetiva en materia administrativa sancionatoria, se observa que las conductas manipulativas del mercado también se encuentran consagradas atendiendo a este tipo de responsabilidad, como puede advertirse en lo descrito en el literal b) del artículo 50 de la Ley 964 de 2005, el cual señala como reprochable tanto el objetivo de causar ciertas distorsiones en el mercado como la producción de dicho efecto, a partir de lo cual se infiere que se excluye el análisis de culpabilidad bajo este supuesto de la norma.

²⁴ Ver: Concepto No. 2012034009-001 del 14 de junio de 2012, proferido por la Superintendencia Financiera: “(...) el derecho administrativo sancionatorio pretende garantizar la estabilidad del orden económico, mientras que el derecho penal la convivencia pacífica de los ciudadanos, lo que les otorga un contenido disímil. De ahí que en el ámbito del derecho administrativo sancionatorio no resulte aplicable la culpabilidad propia del campo penal, sino que, por el contrario, está permitida la imposición de sanciones con base en la responsabilidad objetiva del infractor (...)”

(...) Es de anotar que este lineamiento ha sido objeto de reconocimiento jurisprudencial. Así por ejemplo, el Consejo de Estado, en sentencia del 25 de marzo de 2004, Magistrado Ponente María Inés Ortiz Barbosa, Rad. 13495, expresó:

“... En lo que se refiere a la responsabilidad objetiva, la Corporación ha sostenido en reiteradas oportunidades que en materia del régimen administrativo sancionador, en particular por infracciones al derecho financiero, se deben respetar estrictamente los principios y garantías propias del debido proceso consagrado en el Artículo 29 de la Constitución, pero en esa área no tienen aplicación figuras que son propias del derecho penal, tales como el dolo o la culpa, la imputabilidad y la favorabilidad, dada que la naturaleza y finalidades de cada una de estas disciplinas son diferentes...” (Negrilla fuera de texto).

²⁵ “Las pruebas se valorarán en su conjunto conforme a las reglas de la sana crítica, atendiendo la naturaleza administrativa de la infracción, la índole objetiva de la responsabilidad correspondiente y los propósitos perseguidos por el régimen sancionatorio” (resaltado fuera del texto). Esta norma es aplicable al procedimiento sancionatorio relacionado con la vulneración de las normas que regulan el mercado de valores, por remisión expresa del artículo 59 de la Ley 964 de 2005.

²⁶ Ver, entre otras: Consejo de Estado. Sentencia de julio de 1987 C.P. Jaime Abella Zárate; Corte Suprema de Justicia. Sentencia del 13 de marzo de 1998, M.P. Luis Gonzalo Giraldo Marín. Expediente: 8570; Corte Constitucional, sentencias SU-901 de 2005 y C-599 de 1992.

Así las cosas, volviendo al análisis de responsabilidad administrativa del comitente frente a las acciones de su ordenante, se puede pensar que éste será responsable por las operaciones que celebre su ordenante que tengan efectos manipulativos en el mercado por el simple hecho de que las operaciones y/o actos se radiquen en su cabeza, así éstas hayan sido ordenadas por su mandatario.

Esta parece ser la posición que ha asumido la Superintendencia Financiera, particularmente en relación con los hechos descubiertos a raíz de la toma de posesión de Interbolsa S.A. Sociedad Comisionista de Bolsa, específicamente los que tienen que ver con el comportamiento del precio de la especie Fabricato durante el año 2011.

Este fenómeno fue atribuido por la autoridad administrativa a las operaciones de compra y venta celebradas por un grupo de inversionistas vinculados con el señor Alessandro Corridori que tuvieron como **efecto** la afectación de la libre formación del precio de dicha especie durante el año 2011, el cual pasó de \$29,9 por acción en la última sesión bursátil del año 2010 a \$84,5 por acción en la última sesión bursátil del año 2011.

Particularmente, se resaltó por la Superintendencia que varios miembros de este grupo de inversionistas nombraron al señor Corridori o a alguno de sus empleados en la sociedad Invertácticas S.A.S., hoy en liquidación judicial, como su ordenante, sumado a que existieron otros indicios que llevaron a la administración a determinar la comisión de la infracción los cuales no resultan relevantes para efectos de esta investigación.

Sobre este punto, en los casos de las sociedades P&P Investment S.A.S.²⁷, Manrique y Manrique S.C.A.²⁸ y de la inversionista Lina María Barguil (actuando a su nombre y como representante legal de las sociedades

²⁷ Resolución No. 2231 del 10 de diciembre de 2013, mediante la cual se sancionó a la sociedad P&P Investment S.A.S., hoy en liquidación, con una multa de \$250.000.000. Esta decisión fue confirmada en segunda instancia mediante Resolución No. 0766 del 21 de mayo de 2014.

²⁸ Resolución No. 0042 del 13 de enero de 2015, mediante la cual se sancionó a la sociedad Manrique y Manrique S.C.A., hoy Gante S.A.S., con una multa de \$300.000.000. Esta decisión fue confirmada en segunda instancia mediante Resolución No. 1362 del 01 de octubre de 2015.

Cromas S.A. y Barbex Inversiones S.A.S.)²⁹, donde el señor Corridori o alguno de sus empleados de Invertácticas S.A. fueron nombrados como ordenantes de sus cuentas en la sociedad comisionista Interbolsa S.A., hoy en liquidación forzosa administrativa (en adelante Interbolsa S.A. SCB), se les imputó responsabilidad por haber colaborado o participado en operaciones y/o actos que tuvieron como efecto la afectación de la libre formación del precio de la especie Fabricato durante el 2011, principalmente debido a las operaciones que realizaron sobre dicha acción durante el referido año.

Sin embargo, hay que tener en cuenta que para la configuración de esta conducta no se considera suficiente la adquisición de una cierta cantidad de acciones, hecho que podría ser conocido por los referidos inversionistas asistiendo a las reuniones de la Asamblea de Accionistas de Fabricato y observando el aumento en su participación en el emisor consultando en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) disponible por internet, sino que requiere de unas operaciones en unas condiciones específicas de volumen negociado y precio que permitan la distorsión del mercado, y las instrucciones sobre esto, según lo señalado por la Superintendencia, fueron determinadas e impartidas autónomamente por el señor Corridori.

En estos casos, no existió una prueba directa sobre el conocimiento que hubieren podido tener los administradores de las sociedades P&P Investment S.A.S, Manrique y Manrique S.C.A., sus empleados o accionistas o la señora Lina María Barguil, sobre la actuación del señor Alessandro Corridori en relación con las instrucciones que impartía al ordenante de la cuenta de la sociedad, las cuales derivaron en operaciones reprochadas.

De hecho, los administradores de la sociedad Manrique y Manrique S.C.A. y la señora Lina María Barguil presentaron una denuncia penal por las presuntas irregularidades que existieron en la administración de su portafolio de inversión tanto al interior del intermediario de valores como por parte del señor Corridori,

²⁹ Resolución No. 1576 del 11 de septiembre de 2014, mediante la cual se sancionó a la señora Lina María Barguil con una multa de \$100.000.000. Esta decisión fue confirmada en segunda instancia mediante Resolución No. 1214 del 04 de septiembre de 2015.

quien, a su juicio, incluso habría llegado a falsificar extractos para ocultarle información a dichos inversionistas.

Sin embargo, la Superintendencia descartó este argumento manifestando, entre otras, que: *“las órdenes de compra y venta de acciones de Fabricato durante el año 2011, las cuales son el objeto de estudio de la presente actuación administrativa, si bien fueron impartidas por el señor Alessandro Corridori, éstas se ejecutaron de acuerdo con el mandato conferido de realizar operaciones de compra y venta de valores, de acuerdo a lo señalado en la apertura de cuenta de la sociedad investigada en la sociedad comisionista y demás documentos de vinculación, en consonancia también con el referido contrato de cuentas en participación. Por lo cual, los efectos de dichas órdenes se radican en cabeza de Manrique y Manrique S.C.A. y son plenamente oponibles a ésta”*³⁰ (resaltado fuera del texto).

Adicionalmente, en el caso particular de la señora Lina María Barguil en la resolución sancionatoria se descartaron algunas de las operaciones que le fueron imputadas inicialmente, toda vez que la única ordenante nombrada para la sociedad Cromas S.A. era ella, y no el señor Corridori o alguno de sus empleados, aun cuando éstos ordenaron operaciones en el portafolio de dicha sociedad. En este sentido, es dable concluir que para la Superintendencia si no existe una disposición explícita en la cual se nombre un determinado ordenante no le es imputable la infracción al comitente, a pesar de la realización de determinadas operaciones a su nombre, demostrándose una vez más su tendencia a la responsabilidad objetiva a ultranza del comitente.

En síntesis, la autoridad administrativa vinculó a las sociedades P&P Investment S.A.S., Manrique y Manrique S.C.A. y a la inversionista Lina María Barguil como parte de un grupo de accionistas de Fabricato vinculados al señor Corridori que habrían influido en el comportamiento del precio de referencia de la acción Fabricato, y en esta medida fueron encontrados responsables de la infracción descrita en el ordinal i) del literal b) del artículo 50 de la Ley 964 de 2005.

³⁰ Resolución No. 0042 del 13 de enero de 2015 mediante la cual se impuso una sanción de multa de \$300.000.000 a la sociedad Manrique y Manrique S.C.A.

A nuestro juicio estos casos abre múltiples interrogantes: ¿cómo podían estos inversionistas prever que el señor Corridori utilizaría su portafolio para incurrir en esta conducta manipulativa del mercado y, bajo la regulación actual de la figura del ordenante, cómo hubiera podido evitarlo?, ¿qué hubiera pasado si alguno de los inversionistas se hubiera percatado de lo que estaba sucediendo con el precio de la especie Fabricato y su relación con el señor Corridori y hubiera querido denunciarlo ante la Superintendencia?, ¿igual habría tenido que responder por las operaciones que ya había realizado su ordenante?, ¿qué argumento hubiera aceptado la administración para eximirse de responsabilidad por estos hechos?

Nótese que estas preguntas implican que esta tesis de la responsabilidad objetiva del comitente por las infracciones en las que incurra ordenante en desarrollo de su mandato debe ser adoptada con precaución por los operadores jurídicos, porque puede entrar a contrariar la regulación existente respecto a la responsabilidad civil en los casos de extralimitación de las funciones del mandatario haciendo que la figura se vuelva demasiado peligrosa para el comitente para ser operante en el mercado.

En cuanto a esto es necesario recordar que al no existir regulación expresa, la relación entre ordenante y comitente se rige por las normas del mandato, lo que quiere decir que la responsabilidad administrativa que se atribuya en virtud de ésta debe estar acorde con dicha regulación, con miras a preservar el principio de no contradicción, pues si bajo la responsabilidad civil el ordenante responde frente a su mandante por actuar por fuera del mandato, no puede así mismo considerarse que sea el mandante el que responda absolutamente por los actos de aquel en términos administrativos, pues con la responsabilidad civil queda visto que opera un acto de un tercero que rompe el nexo causal, como se explicará más adelante.

Adicionalmente, se considera que de no definirse un criterio de atribución de responsabilidad armónico, las reflexiones en punto a la naturaleza de la figura del ordenante y la posibilidad de fijación de unas restricciones a sus facultades por parte del comitente, que ha desarrollado la misma Superintendencia, carecerían de sentido si en todos los casos el comitente responde al quedarle atribuidos los actos y/u operaciones realizados por su ordenante.

Esta posición parece ser también la adoptada por el Consejo de Estado, quien, al estudiar la demanda de nulidad y restablecimiento del derecho contra una decisión de la DIAN mediante la cual se sancionaba a una compañía importadora que había contratado los servicios de una sociedad de intermediación aduanera para diligenciar las declaraciones de importación que se reputaban erradas, consideró que:

“[E]n el presente asunto es claro y evidente que la intermediaria aduanera, en su condición de mandataria, excedió los límites de su encargo, motivo por el cual legalmente quedó obligada por los actos realizados en exceso; así mismo, nada permite suponer razonada y probatoriamente que el mandante haya ratificado o aprobado la irregular actuación de la mandataria.”³¹ (Subrayas fuera del texto)

Así las cosas, sería necesario que se pruebe por algún medio, así sea indiciario, que existía conocimiento, o al menos la posibilidad de conocer, por parte del mandante sobre la realización de las operaciones y/o actos con el objeto u efecto de realizar, colaborar o participar en alguna de las conductas catalogadas como manipulativas con el objetivo de que se mantenga el nexo causal entre la conducta del comitente y el daño, como lo exige el régimen de responsabilidad objetiva, porque de lo contrario se estaría ante un hecho de un tercero.

Por ejemplo, no sería suficiente con observar varias operaciones de venta de una determinada especie listada en bolsa, por cuenta de un cliente, para imputarle responsabilidad por disminuir artificialmente el precio de un valor, sino que sería necesario probar que: i) dicho cliente conocía que su ordenante pretendía lograr esta disminución o ii) que podía anticipar razonablemente que los altos volúmenes negociados en una determinada sesión tendrían este efecto sobre el precio o iii) que lo habría facultado expresa o tácitamente para realizar las operaciones reprochadas en las condiciones que produjeron la configuración

³¹ Consejo de Estado. Sala de lo Contencioso Administrativo. Sección Primera. C.P.: Rafael E. Ostau De Lafont Pianeta. 19 de julio de 2007. Radicación No. 25000-23-24-000-2002-00967-01.

de la conducta, lo cual podría demostrarse si, por ejemplo, el mandante recibía las papeletas de bolsa y demás comprobantes de las operaciones.

Adicionalmente, este consentimiento no puede derivarse únicamente de que el comitente encargó al ordenante de la gestión de un determinado negocio, como quiera que *“la recta ejecución del mandato comprende no solo la ‘sustancia’ del negocio encomendado, sino los medios por los cuales el mandante ha querido que se lleve a cabo”*³², por lo cual sería equivocado que el operador jurídico concluyera, sin ninguna otra prueba, que el mandante aceptó las operaciones y/o actos realizados por el mandatario, por ejemplo, aumentando la liquidez de una especie³³, solamente porque existía un encargo genérico de comprar un gran número de acciones de un determinado emisor.

Además, como se ha anticipado, este conocimiento, o posibilidad de conocer al que nos hemos referido, resulta especialmente relevante cuando se considera que en materia de responsabilidad objetiva también pueden existir causas extrañas que rompan el nexo de causalidad entre el resultado que infringe la norma y la conducta del agente, dentro de las cuales se encuentra el hecho de un tercero³⁴, que podría ser precisamente el ordenante o mandatario. Como consecuencia de esto, puede que físicamente se le puedan imputar las operaciones y/o actos al mandante, esto es, al cliente, como quiera que sus efectos siempre se radiquen en su cabeza, como se explicó, pero es posible que haya una causa jurídica diferente frente a la infracción de la norma, cual es el actuar del ordenante.

En este sentido, los tres elementos establecidos por la jurisprudencia para que proceda la configuración de una causa extraña, sea fuerza mayor, caso fortuito, hecho exclusivo y determinante de un tercero o de la víctima, eventos en los cuales es inadmisibles imputar, desde el punto de vista jurídico, la responsabilidad

³² Corte Suprema de Justicia. Sala de Casación Laboral. M.P. Luis Gabriel Miranda Buelvas. Radicación No. 36606. 22 de enero de 2013.

³³ Liquidez: es la mayor o menor facilidad que tiene el tenedor de un título o un activo para transformarlo en dinero en cualquier momento. (Glosario de la Bolsa de Valores de Colombia. Disponible en: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/GlosarioResultado>)

³⁴ TAMAYO JARAMILLO, Javier. *Tratado de responsabilidad civil*: 2.v. Tomo II. Legis Editores S.A., 2007, págs. 13 y 136.

por el daño, son: “*(i) su irresistibilidad; (ii) su imprevisibilidad y (iii) su exterioridad respecto del demandado*”³⁵.

Nótese que cuando el cliente conoce o puede conocer estas operaciones y/o actos ejecutados por su ordenante que finalmente redundan en la comisión de una infracción a las normas del mercado de valores, no puede predicarse la irresistibilidad del hecho o su imprevisibilidad o su exterioridad con respecto al mandante, como quiera que éste aceptó voluntariamente las consecuencias de dichos actos de su ordenante y, por tanto, se encontraban dentro de su círculo de control y le serían imputables a él³⁶. Precisamente, este análisis que dista de la regla de responsabilidad objetiva a ultranza que ha esbozado la Superintendencia, hubiera permitido que las sociedades P&P Investment S.A.S., Manrique y Manrique S.C.A. y la inversionista Lina María Barguil argumentaran que el actuar del señor Corridori fue desconocido por ésta, por ejemplo, porque les ocultó las papeletas de bolsa o los extractos de la sociedad comisionista o en algunos casos tergiversó la información contenida en estos, como se alega en la denuncia penal en curso en su contra, y por tanto, el actuar de éste constituía una causa extraña que rompía el nexo necesario para declarar la responsabilidad de la sociedad en las operaciones reprochadas.

También, en caso de haberse identificado esta conducta antijurídica del ordenante, dichos inversionistas hubieran podido denunciar ante la Superintendencia sin ninguna consecuencia negativa en su contra y revocar el mandato unilateralmente, según lo establecido en el artículo 2189 del Código Civil, para evitar la configuración de una conducta manipulativa de ejecución permanente o sucesiva.

2. REGULACIÓN COMO INSTRUMENTO DE POLÍTICA ECONÓMICA

Como se explicó al inicio del presente texto, un mercado de valores eficiente, amplio y desarrollado, facilita la transferencia de recursos entre agentes superavitarios y deficitarios, incluso a un precio menor que el que se obtiene a través del mercado intermediado. Esta disminución en los costos de financiación

³⁵ Consejo de Estado, Sala de lo Contencioso Administrativo, Sección Tercera, sentencia del 26 de marzo de 2008, Expediente No. 16.530. Ver también: Consejo de Estado. Sala de lo Contencioso Administrativo. Sección Tercera. Sentencia del 28 de abril de 2010, Expediente No. 18.562.

³⁶ Corte Suprema de Justicia. Sala de Casación Civil. M.P. William Namén Vargas. 24 de Junio de 2009. Referencia: Exp. 11001-3103-020-1999-01098-01.

dinamiza el flujo del capital y con ello el incremento de la producción y competencia entre los agentes, traduciéndose al final en mayores beneficios para la sociedad en su conjunto.

Para lograr que este escenario se dé y proporcione los beneficios que se esperan, el Estado debe procurar que los agentes que participan en ese mercado lo hagan de manera transparente y en un marco de confianza e igualdad de oportunidades. Ello se alcanza mediante la búsqueda de incentivos que permitan la configuración de dichos aspectos, siendo en ocasiones la regulación una herramienta útil para tales propósitos.

En el presente capítulo se estudiará el alcance de la actividad regulatoria. Al finalizar se examinarán los criterios para determinar cuándo es necesario regular, tomando para ello el test propuesto por el profesor Daniel Spulber.

2.1. Concepto de regulación y regulación eficiente

Para entender el concepto y alcance de la regulación resulta necesario partir de la siguiente premisa: los mercados casi nunca son eficientes³⁷.

En efecto, la concepción antes predominante que admitía lo contrario se encuentra revaluada, resultando en que hoy el grueso de los economistas reconocen la presencia de fallas y, por consiguiente, la necesidad de intervenir cuando estas se identifican y pueden corregirse con miras a que el mercado logre la asignación eficiente de los recursos.³⁸

Esto ha abierto la puerta a múltiples debates en torno al papel que el Estado debe asumir en la economía y la forma en que debe interactuar con los agentes del mercado; ya sea como simple observador, como un agente más o mediante mecanismos de intervención directa³⁹ e indirecta⁴⁰. Es aquí donde el estudio de la

³⁷ Stiglitz, Joseph E., Regulación y Fallas (Español) (Diciembre 13, 2010). Revista de Economía Institucional, Vol. 12, No. 23, pp. 13-28, 2010. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1724769>

³⁸ Ibídem.

³⁹ Regulación de precios, reglas en los contratos, regulación de derechos de propiedad, etc.

⁴⁰ Alterando las decisiones de demanda y oferta de los consumidores y productores respectivamente.

regulación económica adquiere importancia, puesto que a través de ella se pueden corregir las fallas de los mercados y modificar las conductas o comportamientos no deseables de los agentes.

Por regulación económica se entiende⁴¹, parafraseando al profesor Spulber, aquellas reglas generales o acciones específicas impuestas por las agencias estatales, en cualquier orden, que interfieren directamente con el mecanismo de asignación de mercado o indirectamente alterando las decisiones de oferta y demanda de las empresas y consumidores⁴².

En similares términos, Viscusi, Vernon y Harrington entienden por regulación *“una limitación impuesta por el sector público para restringir las elecciones de los agentes económicos”*⁴³; mientras Stiglitz, por su parte, considera que *“[r]egulación es toda intervención en el mercado que cambia el comportamiento con respecto al que habría sido sin regulación”*⁴⁴; finalmente Borrell entiende por regulación *“como toda la actividad del Estado directamente dirigida a fijar reglas que restringen las transacciones de los agentes públicos y privados en los mercados”*⁴⁵

Como se observa, el campo de la regulación parte de la observación de las reglas del mercado⁴⁶, esto es, de cada uno de los agentes que participan en él: sus móviles, incentivos y finalidades; las características propias de los recursos que allí se transan y, en general, de todos los aspectos que de una u otra manera le impactan. De allí que, tal y como lo señala el profesor Spulber, los mercados no son un fenómeno natural autónomo, toda vez que *“la ‘mano invisible’ de Adam Smith depende del ‘brazo visible’ de la ley que regula el intercambio. (...) La regulación gubernamental de los mercados ofrece un conjunto adicional y*

⁴¹ El concepto de regulación abarca dos aspectos: uno institucional, las reglas normativas sociales; y otro conductual, con relación al comportamiento que adoptarán los agentes frente a las mismas. Esta asociación entre la teoría institucional con la conductual es totalmente a fin con el campo de estudio que los economistas han asumido con posterioridad a los aportes de John Nash quienes, en contraste con la clásica definición de economía dirigida exclusivamente al estudio de la producción y asignación de recursos, la amplían al análisis de los incentivos en las instituciones sociales.

En ese contexto, tal y como lo señala el profesor Spulber, entendemos que “Los mercados son una convención social. En lugar de ser un fenómeno natural, la ‘mano invisible’ de Adam Smith depende del ‘brazo visible’ de la ley que regula el intercambio. Las reglas de intercambio generalmente se derivan de las costumbres establecidas, las prácticas habituales, y de la ley común. La regulación gubernamental de los mercados ofrece un conjunto adicional y en ocasiones complementario de las normas que limitan o potencian la gama de transacciones disponibles”

⁴² Spulber, Daniel F., *Regulation and Markets*, The MIT Press, 1989.

⁴³ Viscusi, K Vernon, J y Harrington, J: “Economics of regulation and antitrust”. The MIT Press, Second Edition, 1995. pp. 14.

⁴⁴ Stiglitz, Joseph E., Op Cit (pp. 25).

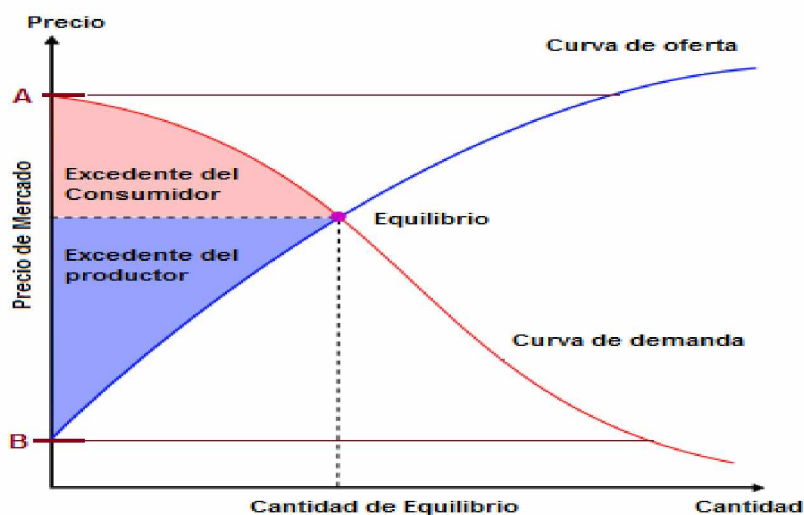
⁴⁵ Costas, A., y Ramon Borrell, Joan. *Lecciones de Política Económica. Mercados, Gobiernos y Políticas*, Universitat de Barcelona. Gobiernos y Competencia Perfecta – La Continua Reforma del Papel del Estado en los Mercados, 2006 (pp. 134).

⁴⁶ Cfr Spulber, Daniel F. Op Cit (pp. 26).

en ocasiones complementario de las normas que limitan o potencian la gama de transacciones disponibles”⁴⁷.

En ese sentido, por regulación podemos entender a aquella técnica mediante la cual los Estados, una vez han observado las características de los diferentes mercados, la interacción y correlación de los mismos, así como los incentivos de los sujetos que allí participan, intervienen con el objeto de modificar las conductas de los agentes en aras de mitigar las fallas que impiden maximizar el bienestar social y corregir las situaciones de ineficiencia de los mercados⁴⁸.

En búsqueda de esta eficiencia, una regulación óptima pretende establecer una función en donde se maximice el bienestar general mediante el incremento de los excedentes, tanto de los consumidores como de los productores, como se evidencia a continuación:



En efecto, si entendemos por excedente del consumidor, como aquel ahorro que obtienen los consumidores por la diferencia entre el precio al que se encontraban dispuestos a asumir por un determinado bien o servicio frente a lo que realmente pagan (área de color rojo), así como que el excedente del productor lo constituyen aquellas ganancias que consiguen los oferentes respecto al precio al que se encontraban

⁴⁷ Spulber, Daniel F. Op Cit, (pp. 25). Traducción de los autores.

⁴⁸ Consideramos necesario poner de presente que la eficiencia no es, y no debe ser, el único objetivo de la actividad regulatoria de las agencias del estado. En efecto, cuando se interviene mediante la vía de la regulación se busca además de eficiencia: equilibrio, equidad, estabilidad y crecimiento. No obstante para efectos del desarrollo del presente trabajo utilizamos un criterio de eficiencia en el mercado de valores, puesto que no vemos que los otros objetivos de la regulación se vean comprometidos con el alcance de la figura.

dispuestos a ofrecer su producto y aquel al que realmente lo ofrecen (área de color azul); tenemos que la sumatoria de estas dos situaciones (área roja y área azul) es la ganancia total de los consumidores y productores por realizar transacciones en el mercado⁴⁹, y que representa el bienestar general o bienestar social.

Ahora bien, lo mostrado gráficamente puede expresarse en la siguiente ecuación donde se define los componentes del bienestar social, como objetivo de la regulación:

$$B(s) = \alpha E(c) + ((1-\alpha)E(c))^{50}$$

Siendo:

B(s): el bienestar social

E(c): el excedente del consumidor

(1- α)E(c): el excedente del productor⁵¹

α : El factor de ponderación que representa el peso que el regulador otorga a los intereses tanto de los consumidores como de los productores dependiendo el agente que asuma la carga regulatoria.

Este bienestar general proveniente de la sumas de los excedentes de los agentes será un óptimo de Pareto si el escenario en el que se consigue es transparente y sin distorsiones. Al respecto cabe recordar los dos teoremas fundamentales de la economía del bienestar que establecen lo siguiente:

- *“First welfare theorem: If every relevant good is traded in a market at publicly known prices (i.e. if there is a complete set of markets), and if households and firms act perfectly competitive (i.e. as prices takers), then the market outcome is Pareto optimal. That is, when markets are complete, any competitive equilibrium is necessarily Pareto optimal”.*

⁴⁹ Krugman Paul y Wells Robin(2012), “Introducción a la Economía – Microeconomía” (pp.147). Ed. Reverté – Barcelona – España.

⁵⁰ Esta función objetivo se toma con base en el texto de Domingo Sifontes en la Revista Contribuciones a la Economía, titulada “Regulación Económica y Agencias Regulatorias Independientes: Una Revisión de la Literatura”. Sin embargo, se modifica el factor de ponderación (α) el cual se fijaba únicamente con relación al excedente del productor. Esto se justifica en la medida que los autores consideran que la función regulatoria no recae únicamente sobre los productores sino que también puede dirigirse a modificar el comportamiento de los consumidores.

⁵¹ Si para un agente el factor de ponderación es alfa, para el otro será 1-alfa, entendiendo que la sumatoria de los dos será igual al total del factor de ponderación (1 o 100%).

- *“Second welfare theorem If household preferences and firm production sets are convex, there is a complete set of markets with publicly known prices, and every agent acts as a price taker, then any Pareto optimal outcome can be achieved as a competitive equilibrium if appropriate lump-sum transfers of wealth are arranged”*⁵².

De allí que para alcanzar la eficiencia en los mercados (en términos de Pareto) y, por consiguiente, el bienestar, el regulador debe mitigar al máximo la presencia de las fallas de los mismos.

Como ampliamente lo ha estudiado la literatura económica, estas fallas generalmente corresponden a: (i) externalidades⁵³, (ii) mercados anticompetitivos⁵⁴ e (iii) internalidades; estas últimas endógenas a las transacciones entre los agentes, reflejadas principalmente en problemas de información asimétrica y costos de transacción.

En punto de la información asimétrica como falla⁵⁵, cabe recordar que ésta se presenta cuando los agentes que intervienen en un mercado no cuentan con la misma información que su contraparte tiene, ya sea sobre el bien o servicio objeto de la transacción, así como de cualquier otra circunstancia que pueda influir en la toma de decisiones de las partes, y la utilizan para alcanzar sus objetivos. El profesor Perrotini, al respecto, encuentra que *“la característica esencial de las economías de mercado es la asimetría en la información disponible a los agentes económicos y, en segundo, en que este rasgo distintivo es un factor determinante en la determinación de los precios, la distribución del ingreso, el crecimiento, los ciclos y la política económica.”*⁵⁶

Tal y como se señaló en la introducción del presente trabajo, la figura del ordenante en el mercado de valores surge, entre otras razones, por un problema de asimetría en la información. Personas que cuentan

⁵² Mas - Colell, Andreu, Whinston, Michael D. & Green, Jerry R. *“Microeconomic Theory”*. Oxford University Press, 1995. pp. 307-09.

⁵³ Cuando una actividad económica afecta a terceros que no intervienen en ella

⁵⁴ Cuando los agentes no son precio-aceptantes

⁵⁵ Sobre este aspecto de deben destacar principalmente los trabajos de Akerlof *“The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism”* (1970) y de Stiglitz *“Credit Markets and the control of capital”*

⁵⁶ Perrotini H, Ignacio. *“La Economía de la Información Asimétrica: microfundamentos de competencia imperfecta”*. Aportes: Revista de la Facultad de Economía – Benemérita Universidad Autónoma de Puebla. Año VII Num. 19 (2002). ISSN (versión Impresa): 1665-1219 (pp. 60).

con excedentes de liquidez buscan escenarios como el mercado bursátil para invertir, sin embargo éste, por sus características especiales, exige conocimientos e información específicos que muy pocos tienen; por esta razón acuden a terceros capacitados para tal fin, asumiendo el costo que naturalmente ello implica, el cual se explicará en detalle en el siguiente capítulo.

Por otra parte, una asimetría en la información diferente se presenta en el desarrollo mismo de la figura del ordenante, ya que ni los agentes del mercado ni los operadores jurídicos conocen el alcance de las facultades pactadas entre el comitente y su ordenante, lo que genera incertidumbre a la hora de establecer responsabilidades e incluso para la ejecución de las órdenes impartidas. A su vez, el comitente desconoce las actuaciones que realizará su ordenante en desarrollo del mandato que se le ha conferido⁵⁷.

La circunstancia descrita genera situaciones de ineficiencia, ya que las diferencias en el manejo de información de los agentes del mercado y de los operadores jurídicos frente a las condiciones contractuales de comitentes y ordenantes, así como las presentadas entre estos últimos, contrarían el primer teorema del bienestar arriba señalado, ya que éste supone que una asignación eficiente de recursos se produce sí y solo sí los agentes económicos tienen la misma información respecto de todas las variables económicas⁵⁸.

Los estudios respecto de la asimetría de la información⁵⁹ han encontrado que ésta se manifiesta, principalmente, en dos fenómenos: (i) selección adversa y (ii) riesgo moral.

Cuando hablamos de **selección adversa**, nos ubicamos en un escenario en donde uno de los individuos “sabe más acerca de un bien que el resto de los individuos”⁶⁰. Los estudios pioneros sobre esta materia fueron proporcionados por Akerlof mediante el análisis del mercado de automóviles usados en los Estados

⁵⁷ Esta circunstancia es una representación del problema principal agente, en donde el principal, que en nuestro caso es el comitente, depende de la acción de o comportamiento de otro denominado agente, quien, para los efectos del presente trabajo, es el ordenante, sobre el cual no se tiene información perfecta y se desconocen los alcances de su comportamiento frente a su mandato. Sobre este asunto se han pronunciado Jensen, M.C y Meckling, W.H. (1976) en: *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure* En: *Journal of Finance Economics*, v.3, 1976.

⁵⁸ ACOSTA BALLESTEROS, J et al, “Información asimétrica y mercados financieros emergentes: el análisis de Mishkin”, *Análisis Económico*, disponible en: <http://www.aedem-virtual.com/articulos/iedee/v06/063053.pdf>

⁵⁹ Principalmente con los estudios de George Akerlof, Michael Spence, y Joseph E. Stiglitz.

⁶⁰ Krugman, Paul y Wells, Robin, “Introducción a la Economía Microeconomía” (2012), Editorial Reverté, Barcelona (España).

Unidos⁶¹, donde se encontró que los vendedores tienen más conocimiento sobre la calidad del carro que los compradores, resultando casi imposible para estos últimos - en un mercado donde se ofrecen de todo tipo de vehículos – encontrar la diferencia entre buenos y malos carros. Así mismo, resulta que en estos mercados, no obstante la presencia de bienes de buena calidad y mala calidad, la incertidumbre sobre esta circunstancia lleva a que el consumidor oferte precios bajos, quedando excluidos del mercado los bienes de mejor calidad⁶².

Este fenómeno no es ajeno a la figura del ordenante en el mercado de valores. Los problemas de selección adversa se presentan al instante en que el comitente escoge, entre múltiples personas, a su ordenante, quien, en términos de Akerlof puede ser “a good car or a lemon”⁶³.

Un ejemplo de regulación frente a circunstancias de asimetrías en la información con relación a la figura objeto de estudio, se encuentra en el inciso tercero del ya citado artículo 7.2.1.1.7 del Decreto 2555 de 2010, mediante el cual, previéndose de alguna manera la presencia de ordenantes “lemons”, se impusieron restricciones cuando esta actividad se realiza de manera profesional.

Así, el regulador mitigó una circunstancia de selección adversa al establecer que quienes se dediquen de manera profesional o tengan como oficio impartir órdenes que le corresponden a los clientes en las operaciones de intermediación de valores, deben encontrarse sometidos a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera. Los demás ordenantes serán seleccionados por el comitente según los conocimientos que éste tenga sobre su probidad, siendo que esta es una relación estrictamente de confianza, como cualquier otra forma de mandato.

Ahora bien, este problema de selección adversa no es el objeto de estudio de este trabajo porque se encuentra totalmente sujeto a la discrecionalidad del cliente, y no tiene un impacto directo sobre su

⁶¹ Akerlof, George, “The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism” (1970), The Quarterly Journal of Economics is currently published by The MIT Press. Disponible en: http://www.jstor.org/stable/1879431?seq=1#page_scan_tab_contents

⁶² Ibidem.

⁶³ Por “lemon” se conocen, de manera coloquial, los carros de mala calidad en Estados Unidos.

responsabilidad, por lo cual se considera que puede solucionarse privadamente utilizando estrategias para distinguir entre los diferentes tipos de ordenantes⁶⁴.

Sin embargo, dicho problema no es el único fenómeno de información asimétrica que se presenta en las relaciones comitente-ordenante. Como se indicó en líneas anteriores, el comitente, una vez selecciona a su ordenante, se enfrenta a otro dilema: desconoce de las actuaciones que éste realizará y si las mismas están dentro del marco de legalidad y en pro de su beneficio.

En efecto, cuando existen “*acciones de las partes de un contrato que no son directamente observables, no son susceptibles de ser negociadas y no pueden ser incorporadas en los términos del contrato*”⁶⁵ estamos frente a otra modalidad de información asimétrica denominada **riesgo moral**, el cual se genera cuando la acción del agente no es verificable por el otro, por lo cual también se le llama acción oculta, o cuando el agente recibe información privada una vez iniciada la relación. Esto ocasiona que se produzcan internalidades, es decir, costos o beneficios de una transacción para una de las partes que no son tenidos en cuenta en los términos de intercambio iniciales.⁶⁶

Esta falla se produce a raíz de la incertidumbre respecto de las actuaciones de los agentes una vez se ha celebrado un contrato, y se presenta en múltiples escenarios de las relaciones jurídicas: laboral, seguros o prestación de servicios. El problema surge cuando un individuo que posee información privada sobre sus propias acciones no es quien soporta los costes de dicha actuación sino es un tercero⁶⁷.

En el caso objeto de nuestro estudio la incertidumbre se genera respecto de la actuación del ordenante pues, como se señaló en el capítulo anterior, el comitente no conoce si mediante las órdenes que aquel

⁶⁴ Por ejemplo, los agentes pueden tener incentivos para crear señales que los distingan a unos de otros, así los ordenantes con mayores habilidades van a tomar acciones para que los distingan de los otros con menos habilidades. Esto es también es llamado “signaling”. También es posible que las partes desinformadas traten de distinguir entre los tipos de individuos en el otro lado del mercado. Así, la parte no informada diseña un conjunto alternativas, que permiten elegir a la parte informada, de forma que los tipos de agentes se autoclasifiquen según sus elecciones, esto implica que se busquen equilibrios separadores para que las empresas puedan diferenciar entre los trabajadores según sus tipos. Esto también es llamado “screening”. Ver: SPENCE, Michael. *Job Market Signaling*. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 87, No. 3. (Aug., 1973), pp. 355-374. Disponible en: <http://links.jstor.org/sici?sici=0033-5533%28197308%2987%3A3%3C355%3AJMS%3E2.0.CO%3B2-3>

⁶⁵ Spulber, Daniel. Op cit. (pp 448). Traducción nuestra.

⁶⁶ Ibidem, pp. 54.

⁶⁷ Krugman, Paul. Op cit (pp. 446-450).

imparte se pueden cometer infracciones de la normatividad del mercado de valores que puedan conllevarle al segundo situaciones de responsabilidad de índole administrativa⁶⁸.

Así mismo, en desarrollo de esta figura se observa también la presencia de asimetrías en la información con respecto a los intermediarios de valores y del mismo supervisor, ya que desconocen el alcance de los términos contractuales entre comitente y ordenante, colocándolos en un punto ciego, tanto para determinar las facultades del ordenante a la hora de proceder como para la asignación de responsabilidades.

En efecto, los intermediarios de valores al no tener conocimiento de los alcances de las operaciones autorizadas a los ordenantes, no tienen la capacidad de vetar las órdenes que reciben de estos; mientras que el supervisor, quien tampoco tiene información de los términos contractuales del mandato, no puede determinar si en el contrato hubo o no extralimitación de facultades, luego el juicio que se forme y la decisión de que tome, estarán abiertas a todo tipo de cuestionamientos en cuanto al criterio de asignación de responsabilidad en una u otra parte.

Las consideraciones anteriores evidencian dos circunstancias que distorsionan la eficiencia del mercado: (i) existen agentes que poseen mejor información y (ii) como consecuencia, se asumen costos adicionales que no se dirigen directamente al objeto de la transacción de intercambio. Estos costos que asumen las partes al interior del desarrollo del contrato y que no hacen parte del precio, generan que recursos que deberían destinarse en su totalidad para la consecución de un fin, terminan en parte destinándose para otro.

Ahora bien, en términos generales este problema de riesgo moral puede ser solucionado estableciéndose mecanismos de monitoreo de la gestión del mandatario en el contrato o a través del modelo principal – agente⁶⁹, cuyo objetivo es el diseño adecuado de un contrato en presencia de una situación de información

⁶⁸ Bajo la óptica del problema del principal-agente, se ha dicho que esta incertidumbre respecto de la actuación o comportamiento que adoptará el agente se mitiga mediante el contrato; sin embargo, como se explicará en líneas posteriores, el principal, que en este caso es el comitente, no siempre cuenta los incentivos o racionalidad suficiente para mitigar los riesgos que enfrenta al escoger a su ordenante (agente), luego la intervención del Estado para solucionar este problema de asimetría en la información podría ser útil.

⁶⁹ En las situaciones con riesgo moral los participantes disponen de la misma información en el momento de establecer la relación, y la información asimétrica se deriva el hecho de que, con posterioridad a la firma del contrato, el principal no puede observar o no puede verificar la acción o el esfuerzo que el agente realiza (o al menos no puede verificarlo perfectamente), y dado que el desempeño se da después de la realización del contrato no es posible incluirlo en el mismo. Entonces, el pago al agente no puede realizarse en función del esfuerzo que éste efectivamente realiza. Un caso concreto de aplicación de este modelo se

asimétrica. Sin embargo, lo que se demostrará en este trabajo es que, en el caso de la figura del ordenante, la ausencia de regulación expresa sobre las facultades de éste y la responsabilidad para las partes, evita que el comitente pueda adoptar mecanismos de precaución óptimos para mitigar el riesgo moral al que se ve enfrentado, toda vez que actualmente puede que no sea consciente de la magnitud del riesgo que está asumiendo con la utilización de la figura de cara a la tendencia de las decisiones de la Superintendencia Financiera con su tesis de responsabilidad objetiva a ultranza.

En síntesis, tenemos que la regulación se justifica por la ineficiencia de los mercados y que estas ineficiencias se deben principalmente por la existencia de fallas en los mismos. Sin embargo, en la práctica se ha demostrado que la intervención del regulador no siempre representa una solución a la falla que se pretende corregir, por lo que la misma debe estar precedida por estudios que demuestren que sí puede ser efectiva, de lo contrario resultaría mejor no hacerlo.

Por esto, a continuación se estudiará cuándo es procedente la intervención de los mercados vía regulación, tomando como base el test elaborado por el profesor Spulber y con base en ello determinar si las fallas detectadas en torno a la figura del ordenante en el mercado de valores son susceptibles de mitigarse a través de la intervención del Estado.

2.2. Test de Spulber

Spulber considera al proceso regulatorio *“como un juego definido por el conjunto de consumidores y firmas en el mercado regulado, las preferencias de los consumidores y la tecnologías de las firmas y el conjunto de reglas establecidas”*⁷⁰.

Sin embargo se debe advertir que, si bien la presencia de una falla se constituye un requisito esencial para intervenir los mercados vía regulación, ello no implica que siempre que exista una falla en un mercado el Estado debe intervenir regulándolo.

da entre un propietario de una compañía y su administrador, donde se producen situaciones de acciones ocultas (riesgo moral) e información oculta. Mas C., Whinston y Green (1995). “Microeconomic Theory”. Oxford University Press. pp. 4776- 477.

⁷⁰ Spulber, Daniel. Op Cit. Traducción nuestra.

En efecto, un asunto de suma importancia en regulación consiste en determinar si cualquier intervención en los acuerdos contractuales de las partes es realmente necesaria. En principio, la *“negociación privada debe dar asignaciones eficientes si los agentes optan por negociar voluntariamente. Además, la formación del contrato se produce en el contexto de la ley común de contratos, la propiedad y las ilicitudes. Cualquier evaluación que efectúen las agencias reguladoras debe tener en cuenta instituciones jurídicas alternativas. Por ejemplo, las asignaciones de los mercados logradas mediante la regulación del producto o seguridad en el trabajo deben ser comparadas con aquellas asignaciones de mercado que se observaría si se fijan reglas de responsabilidad alternativas. Por lo tanto, un aspecto importante de la regulación implica el estudio de las instituciones jurídicas alternativas”*⁷¹.

La decisión de dejar a las partes fijar sus estándares de negociación o permitir al Estado vía regulación definir los términos de cómo se deben realizar determinadas transacciones dependerá de cuál de las dos alternativas resulta más eficiente⁷² o de los objetivos que el regulador se trace para determinado mercado. Así, *“[u]na agencia puede ser capaz de prevenir los daños causados por productos peligrosos antes de que ocurran. Este sistema puede ser menos costoso que el litigio de daños después de que se haya producido un gran número de violaciones. Esta observación concuerda con Landers y Posner (1975), quienes encuentran ventajas en la aplicación pública cuando la probabilidad de detección es inferior a uno”*⁷³.

Bajo dicho contexto, la decisión de regular un determinado mercado no puede tomarse de manera apresurada y sin un estudio del contexto del mismo. Para tales fines, el profesor Daniel Spulber⁷⁴ encontró en la clasificación de los diferentes tipos de fallas de mercado una base importante para determinar la necesidad de intervenir o no mediante regulación. Su propuesta se soporta en un “test” que esencialmente consta de tres pasos a saber:

⁷¹ Ibidem. Traducción nuestra.

⁷² Ibidem.

⁷³ Ibidem. Traducción nuestra.

⁷⁴ Ibidem.

1. Determinar la ocurrencia de una falla de mercado.
2. Analizar si la falla detectada puede aliviarse mediante una medida regulatoria.
3. Evaluar si los beneficios de la regulación son superiores a los costos que la aplicación de la misma puede generar.

Como se ha señalado a lo largo del presente capítulo, el punto de partida de la actividad regulatoria debe ser la presencia de una falla en el mercado, insistiendo en que se entiende por ésta una desviación de la asignación del equilibrio de mercado de los conjuntos de asignaciones de bienes y servicios que son óptimos de Pareto, ya sea la existencia de agentes capaces de determinar el precio de mercado, externalidades que afecten a terceros ajenos a las relaciones contractuales, asimetrías en la información que impliquen asunción de costos diferentes a los destinados para el intercambio o cualquier otra circunstancia que produzca una mala asignación de recursos⁷⁵. De allí que identificar la presencia de una situación como la descrita es el primer paso para determinar la necesidad de regulación.

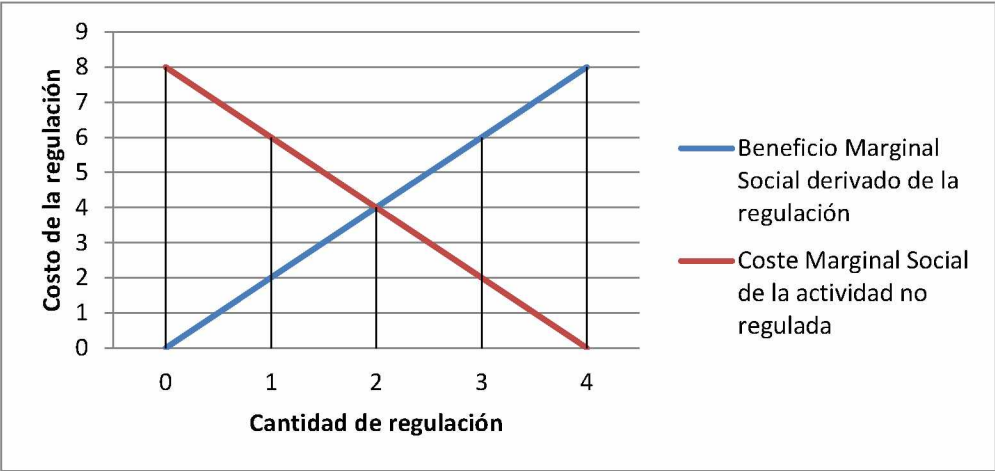
Una vez se ha detectado que efectivamente un determinado mercado presenta cualquier falla que altere la asignación de recursos, el regulador debe efectuar un análisis encaminado a verificar si la misma puede solucionarse a través de las herramientas regulatorias. En efecto, puede darse el caso de que no obstante identificarse la falla, ésta no pueda solucionarse o corregirse ya sea por restricciones tecnológicas o de transmisión de información que impiden al regulador solventar el fallo. Por ello la intervención vía regulación implica el desarrollo de un estudio de las diferentes alternativas que permitan efectivamente corregir el fallo de mercado detectado.

Identificada la falla de mercado y habiéndose encontrado una solución a la misma, deberá evaluarse si la solución propuesta implica mayores beneficios que los costos que genera su aplicación. Esto porque de nada sirve solucionar un problema si se genera otro mayor. En no pocas ocasiones el regulador, creyendo solucionar fallas de mercado, termina generando situaciones que representan costos sociales mayores que

⁷⁵ *Ibíd.*

generan una asignación de recursos mucho más deficiente que la que se quería solventar. Para dichos efectos resulta indispensable tener de presente que cualquier ejercicio regulatorio que se dirija a uno de los agentes de mercado tiene un efecto igual opuesto sobre su contraparte en el mismo mercado⁷⁶. Así, como lo señala Spulber “cualquier regulación que constriña las decisiones tanto de los consumidores como a las empresas afectará de manera indirecta el equilibrio de mercado.”⁷⁷

De allí que el nivel de regulación deberá corresponder al punto en donde el beneficio marginal social de la regulación sea igual al coste marginal social de la misma; es decir, la cantidad óptima de regulación que refleja la ganancia máxima de bienestar total que se puede obtener con la misma, así:



En efecto, del gráfico se puede apreciar que: a una cantidad de regulación cero (0), el beneficio marginal social es cero (0) (ya que la sociedad sigue soportando las cargas de la falla) y el costo de la regulación es cero (0) (por la misma razón que no hay regulación) , mientras que el coste marginal social por no regular es de ocho (8) (que es el mismo que se viene soportando por la presencia de la falla); por otro lado, a una cantidad de regulación de cuatro (4), el beneficio marginal social es de ocho (8) y el costo marginal social que generaba la actividad no regulada se reduce a cero (0), sin embargo ello implica asumir un costo de regulación de (8). En escenarios como este, una cantidad óptima de regulación correspondería a aquella que se ubique en el punto en que se cruzan el beneficio marginal social y el coste marginal social de la

⁷⁶ Ibidem.

⁷⁷ Ibidem.

actividad no regulada, es decir, a una cantidad dos (2) de regulación; ello por cuanto es allí en donde se tiene la suficiente regulación para mitigar la falla de la actividad cuando no está regulada (reduciéndola de ocho a cuatro) e igualmente dicha regulación no sea excesivamente costosa que haga imposible el desarrollo de la actividad regulada.

Como se observa, el test que propone el profesor Spulber resulta útil para que el regulador decida intervenir o no al momento de detectar una falla de mercado y lograr situaciones satisfactorias que proporcionen soluciones efectivas a los problemas identificados y lograr asignaciones eficientes de recursos.

Ahora bien, conforme lo anterior conviene revisar si los presupuestos analizados en las líneas precedentes son predicables en punto de la figura del ordenante en el mercado de valores, a efectos de fijar la viabilidad de intervenir a través de medidas regulatorias.

Lo primero a establecer, como se señaló, consiste en encontrar si en dicho mercado se presenta alguna falla, es decir, cualquier circunstancia que genere una desviación de la asignación del equilibrio de mercado.

De lo expuesto se logró determinar que en las relaciones entre comitente y ordenante se presenta una asimetría en la información materializada, de un lado, en un riesgo moral, puesto que el primero no tiene certeza sobre el alcance de las actuaciones del segundo ni si las mismas se realizarán en su beneficio y dentro del marco legal diseñado para las operaciones del mercado de valores. Esta situación de desconfianza genera desincentivos para el uso de la figura pues, como se verá en mayor profundidad en el capítulo siguiente, el comitente puede desistir del uso de la misma si no logra tener unos parámetros mínimos de confianza que le permitan mitigar el riesgo que asume por el comportamiento de su mandatario y las reglas de responsabilidad objetiva establecidas, luego desistir del uso de este mecanismo

contractual conlleva a que los recursos no se asignen adecuadamente en un mercado que lo necesita para su desarrollo.

De otra parte se presentan asimetrías en la información para el intermediario de valores quien no tiene conocimiento sobre el alcance de las facultades del ordenante porque las mismas no se encuentran claras para ninguno de los agentes del mercado, así, su única alternativa es permitir y presumir la autorización de todas las órdenes que el mandatario del cliente imparta, sin posibilidad de veto y, por consiguiente, de evitar la ocurrencia de circunstancias presumiblemente irregulares. En la misma situación se encuentra el ente de supervisión, quien ante el mismo problema de asimetría en la información, desconoce los términos contractuales y, por consiguiente, la asignación de responsabilidades queda en un punto ciego de responsabilidad objetiva extrema, pudiendo perjudicar a clientes que desconocían del destino de los recursos de su portafolio de inversión. Esta incertidumbre del supervisor, sumada a la regla de responsabilidad objetiva que ha establecido, es un claro desincentivo de los inversionistas para acudir a esta figura, tan necesaria para el desarrollo del mercado de valores.

De lo dicho resulta claro que estamos ante una evidente falla de mercado que radica en asimetrías en la información.

Detectada esta circunstancia, corresponde ahora verificar si dicha falla tiene solución a través de algún mecanismo regulatorio y, en caso en que exista, establecer si los costos que se asumen con la implementación de éste resultan siendo inferiores a los beneficios sociales obtenidos por su implementación. Son precisamente estos aspectos los que se analizarán en los capítulos subsiguientes, presentando justificaciones para la regulación de la figura del ordenante desde la perspectiva de la eficiencia de los mercados y de la economía conductual.

3. LA REGULACIÓN COMO MECANISMO PARA RESOLVER LA FALLA DE MERCADO EN EL CASO DE LA FIGURA DEL ORDENANTE

3.1. Justificación desde la búsqueda de la eficiencia del mercado y el comportamiento racional de los agentes que participan en el mismo

Como se explicó en el capítulo anterior, la falla de mercado que se observa en el caso de la figura del ordenante es un problema de información asimétrica visto desde dos perspectivas: i) la autoridad administrativa y el mercado en general no cuenta con la suficiente información sobre la relación interna entre el comitente y el ordenante, lo que impide que estos tomen decisiones basadas en la autorización impartida por el comitente a su ordenante para la ejecución de determinados actos y/u operaciones; y ii) el comitente está expuesto a un riesgo moral (o de acción oculta) derivado de las actuaciones que realiza su ordenante en su portafolio que él no puede controlar.

Ahora bien, a nuestro juicio, estos problemas pueden ser mitigados a través de una regulación expresa de la figura del ordenante que modifique la regla de responsabilidad objetiva que existe actualmente en materia sancionatoria administrativa, según lo explicado en el capítulo 2, la cual deberá: i) determinar las facultades del ordenante y ii) establecer explícitamente cuál será la responsabilidad del comitente de cara a dichas facultades del ordenante, permitiendo la valoración colectiva de la transferencia de este derecho del comitente para disponer su portafolio y posibilitando que la autoridad administrativa realice un *test de responsabilidad objetiva*⁷⁸ acorde con las disposiciones sobre la responsabilidad derivada del contrato de mandato.

Nótese que actualmente el derecho que le asiste al cliente de impartir órdenes sobre su portafolio en la sociedad comisionista se encuentra protegido por una regla de propiedad⁷⁹, con mínima intervención del Estado al respecto, lo cual le permite transferir a un tercero (el ordenante) la posibilidad de gestionar su

⁷⁸ CALABRESI, Guido, y HIRSCHOFF, Jon, *Hacia un test para determinar la responsabilidad objetiva en el sistema de responsabilidad civil extracontractual*, en *Un vistazo a la catedral*, Ed. Palestra, Lima, 2011 (publicado originalmente en *The Yale Law Journal* Vol. 81, No. 6, mayo de 1972, pp. 1055 a 1085).

⁷⁹ CALABRESI, Guido, y MELAMED, Douglas, *Reglas de propiedad, reglas de responsabilidad e inalienabilidad: un vistazo a la catedral*, Ed. Palestra, Lima, 2011. Disponible en: http://www.cepchile.cl/dms/archivo_1091_666

portafolio en el intermediario de valores, sin ningún límite concreto a sus facultades, salvo los que decida imponer el comitente. En este sentido, quien decide el valor, no necesariamente monetario, de transferir ese derecho es solamente el comitente sin ninguna restricción.

Sin embargo, este valor estará dado inicialmente por la valoración subjetiva que haga el comitente sobre el riesgo que asume poniendo en manos de otra persona la gestión de su portafolio, ya que no existe claridad sobre hasta qué punto irá su responsabilidad sobre los actos y/u operaciones que celebre su ordenante a su nombre, en qué casos podrá reclamar a su ordenante por la extralimitación de su mandato y cuándo a la sociedad comisionista por permitirlo. Adicionalmente, esta valoración subjetiva no prevé o internaliza de ninguna manera el costo social derivado del daño que de manera abstracta pueda ocasionarse al mercado por la comisión de infracciones que afecten su transparencia, como es el caso de las conductas manipulativas, el cual se ve reflejado, entre otros, en la pérdida de la confianza de los partícipes en la veracidad de las señales relacionadas con el precio, la liquidez, oferta y demanda de los valores que se transan en éste.

Esta nueva norma buscaría facilitar una combinación de eficiencia y resultados distributivos que actualmente no es posible alcanzar bajo la regla de propiedad que existe, considerando que la posibilidad de la transferencia del derecho beneficia a todos los agentes del mercado, ya que permite un mayor acceso de las personas a éste, pero también reconociendo que es necesario proveerle al comitente información que le permita calcular el valor del riesgo derivado su actuar y adoptar las precauciones que considere necesarias, tales como el diseño de un contrato que prevea mecanismos de monitoreo del ordenante.

Así las cosas, se pretende que dicha regla sirva como un desincentivo para aquellas personas oportunistas que utilizan a su ordenante como una especie de “testaferro” para sus actos, e incentive a aquellos que sobreestiman el riesgo de tener un ordenante y no participan activamente en el mercado de valores por este motivo, asumiendo que sin la incertidumbre que pudiere existir acerca de la figura estas personas participarían en el mercado.

Entonces, ¿bajo qué principio debe diseñarse esta regla de responsabilidad, la cual además debe ser de tipo objetivo, para que cumpla con los objetivos descritos anteriormente?

Al respecto, se considera que la norma deberá ser construida respondiendo quién, entre el comitente o el mercado, de cara a una infracción del mercado de valores, estaba en *“la mejor posición para realizar un análisis costo-beneficio entre los costos del accidente y los costes de evitarlo y para actuar sobre la base de aquella decisión una vez sea tomada”*⁸⁰. En este caso, se considera que este principio es el que lleva a los mejores resultados porque generará los incentivos necesarios para que el comitente adopte el nivel de precaución que le resulta óptimo con respecto al beneficio que obtiene del nombramiento de un ordenante y la reducción del costo total de la infracción⁸¹, evitando así que una de las partes invierta por encima o por debajo del nivel de precaución óptimo.

Precisamente, como el mercado en general es ciego y los clientes de los intermediarios de valores no conocen su contraparte y mucho menos si actúan a través de un ordenante, las posibilidades de precaver cualquier tipo de “daño” a los intereses del mercado estarán relacionadas solamente con: i) la labor de verificación de las facultades del ordenante que realice el intermediario de valores, y ii) con las funciones de supervisión y sanción de las autoridades en el mercado en general.

Por otra parte, como existe un régimen de responsabilidad objetiva establecido para las infracciones en el mercado de valores, que implica que la regla de responsabilidad no se basa en la diligencia adoptada por el agente, el operador jurídico no tiene que fijar ningún nivel de precaución, toda vez que el costo de la infracción deberá ser asumido por el comitente siempre que para él sea menos costoso prevenirla.

⁸⁰ Ibidem, pág. 234.

⁸¹ DARI-MATTIACCI, Giuseppe y GAROUPA, Nuno M., *Least Cost Avoidance: The Tragedy of Common Safety*. Journal of Law, Economics, and Organization, Forthcoming; George Mason Law & Economics Research Paper No. 04-27. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=560062

La función esperada de dicho costo será la siguiente a un nivel x de precaución: $c(x) + d(x)$ ⁸², donde “ c ” es el costo de prevenir el daño y “ d ” es el monto total de daño esperado, es decir, la sanción administrativa en este caso que debe ser igual al producto de la probabilidad de ocurrencia de la infracción⁸³ y pérdida de transparencia del mercado derivada de ésta⁸⁴.

Así las cosas, aunque para la autoridad es indiferente el nivel de precaución que adopte el comitente, para el comitente es necesario identificar aquel nivel que le permita minimizar los costos totales derivados de la infracción con el fin de compararlos con los beneficios obtenidos del nombramiento del ordenante, porque si aquellos exceden dichos beneficios no será eficiente utilizar la figura, y bajo el supuesto de la racionalidad de los agentes el comitente no lo nombrará.

En este sentido, es necesario considerar los siguientes supuestos para encontrar dicho nivel óptimo de precaución⁸⁵: i) la probabilidad de que ocurra una infracción a las normas del mercado de valores disminuye cuando aumenta la precaución del comitente, por lo que $P = P(x)$; ii) el costo marginal de adoptar una unidad más de precaución debe ser igual al beneficio marginal de mercado representado en una reducción en el daño esperado hasta cierto punto, donde ya no es posible que este se reduzca más; iii) el daño causado al mercado por la ocurrencia de la infracción debe ser igual a la sanción administrativa sumado a la probabilidad de que la misma se haga efectiva por parte de la autoridad administrativa y no exista ningún otro costo social. Es decir, una vez ocurrida la infracción se presentaría una externalidad negativa por la conducta del ordenante, que solamente sería internalizada a través del establecimiento de

⁸² SCHÄFER, Hans-Bernd y Müller-Langer, Frank. *STRICT LIABILITY VERSUS NEGLIGENCE*. Universidad de Hamburgo, 2008. Disponible en: http://www.jura.uni-hamburg.de/public/personen/schaefer/strict_liability_versus_negligence.pdf

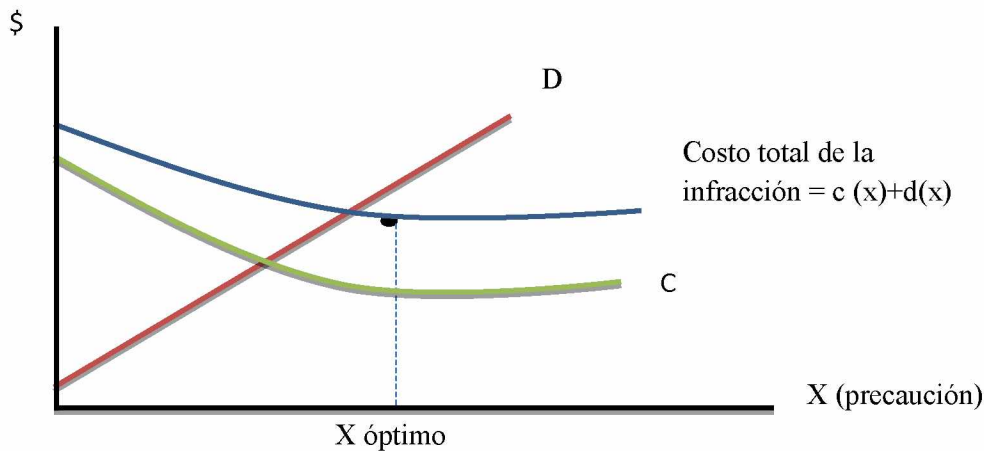
⁸³ En esta investigación no se consideró pertinente asignar valores aritméticos a cada una de las variables de la función esperada de costo, ya que se pretendía hacer solamente una aproximación teórica a la misma. Además, factores como la probabilidad de imposición de determinada sanción se encuentra supeditada a múltiples consideraciones de la autoridad, tales como el principio de materialidad consagrado en el numeral 1° del artículo 67 de la Ley 1328 de 2009, en virtud del cual no todos los hechos que pueden constituir infracciones a la normatividad se consideran de suficiente entidad para que la Superintendencia ejerza sus funciones de supervisión y sanción, lo que hace muy complejo medir la variable.

⁸⁴ Es importante señalar que este test de responsabilidad objetiva ha sido objeto de diferentes críticas. Un primer comentario, lo realiza R. Posner en su artículo *Strict Liability: A Comment*, en donde señala que en realidad “la teoría económica no proporciona ninguna base para preferir la responsabilidad objetiva”. Así mismo, Calabresi en artículo titulado “*Commentary on Toward a Test for Strict Liability in Torts*” reconoce que se pueden presentar dificultades de la aplicación de las reglas de responsabilidad objetiva, cuando los objetivos de las normas buscan generar incentivos o cargas en los agentes, más que adoptar esquemas de asunción de responsabilidades basadas en costo beneficio. En todo caso, las ventajas y desventajas de un régimen de responsabilidad objetiva no constituyen materia de esta investigación, porque en cuanto a las infracciones del mercado de valores, el legislador ya definió que se trata de un régimen objetivo de responsabilidad. Esto no es objeto de investigación en el presente trabajo, toda vez que, como se explicó en el capítulo I, el régimen de responsabilidad en materia administrativa sancionatoria se definió

⁸⁵ Cabe señalar que el modelo aquí planteado se basa en el expuesto por Robert Cooter y Thomas Ulen. Revisar: Cooter, Robert y Ulen Thomas. *LAW AND ECONOMICS*. 3rd. Ed., Ed. Addison Wesley Longman Inc, University of California, Berkeley (2000), (pp 300-327).

una sanción derivada de la responsabilidad objetiva en materia administrativa, la cual a su vez debe ser conciliada con los elementos propios de la responsabilidad civil para efectos de analizar la relación de mandato existente entre el comitente y el ordenante, y que igualmente debe contemplar la probabilidad de que la sanción sea efectivamente impuesta.

Esto puede observarse en la siguiente gráfica:



Así, el comitente asume la totalidad de los costos derivados de la infracción (representado por la curva azul), que corresponden a la sumatoria entre: (i) el costo de la precaución (D) que lo constituyen todas aquellas cargas que asumiría el comitente para prevenir situaciones que le sean adversas (tales como contratos, estudio de contraparte, etc) y (ii) el daño esperado (C), que es el costo de la infracción (sanción) por la probabilidad de su imposición. En este sentido el comitente buscará disminuir sus costos (D) hasta un punto marginal en el que dicha disminución no resulte inferior a la asunción marginal del daño esperado por lo que estará incentivado a disminuir los costos privados, lo que redundará en un beneficio propio y también social.

Sin embargo, como se explicó, para encontrar este punto donde el valor esperado del costo de la infracción es el mínimo, es necesario determinar cuál es el nivel de precaución óptimo, lo cual actualmente es imposible en el caso de la figura del ordenante porque no existe certeza sobre lo que puede hacer el mismo, luego no se puede determinar qué conductas preventivas debería adoptar el comitente frente a su ordenante

en relación con las infracciones del mercado de valores y el costo de las mismas o, dado que tiene que asumir el valor máximo del daño esperado, tendría que adoptar el nivel máximo de precaución, lo que quiere decir que el régimen de responsabilidad objetiva le estaría obligando a decidir no tener un ordenante. Este es precisamente uno de los asuntos que trata de resolverse en este escrito.

Nótese que el comitente no está en la posibilidad de disminuir el componente del daño causado que se refiere a la pérdida de transparencia del mercado bajo este supuesto porque la Ley 964 de 2005 fija las sanciones correspondientes, aunque se podría pensar que algunos de los criterios de graduación de las mismas que se encuentran en el artículo 52 de dicha norma tienen alguna posibilidad de estar en manos del comitente, por ejemplo, *“la reiteración o reincidencia en la comisión de infracciones”*.

En contraste, el comitente se encuentra más en control de disminuir la probabilidad de ocurrencia de la infracción a través de la adopción de cierto nivel de precaución dado, por ejemplo, por el diseño de esquemas de remuneración de su ordenante enmarcados en el modelo de principal – agente dentro del mismo contrato que realice con éste⁸⁶. Así, encontrar el nivel óptimo de precaución ya no será relevante para la imputación de responsabilidad del comitente sino para la evaluación costo- beneficio que él haga frente a la utilización de la figura.

Pensemos en el caso del señor pensionado, si para él nombrar a su hijo como ordenante le significa unas ganancias en su portafolio de \$10, y su costo total mínimo derivado de la manipulación del precio de una especie de \$1.1, el cual está dado por \$1 de costo total de la precaución, representado en llamar cada mes a su hijo para preguntarle por su portafolio, más una probabilidad de 0.1 de que su hijo incurra en alguna infracción dado ese nivel de precaución, multiplicado por la sanción mínima que existe actualmente que es una amonestación (para efectos de ilustrativos tendrá un valor de \$1), él utilizará la figura. Pero si, como ocurre actualmente, el costo total mínimo de la infracción dado en el nivel de precaución óptimo resulta siendo superior para el comitente en comparación con el beneficio que le reporta la figura, porque implica

⁸⁶ SALANIÉ, Bernard. *The Economics of Contracts: A Primer*, MIT Press, 2da Edición, 2005. pp.107.

asumir el costo total de toda clase de precauciones que van desde llamar a su hijo hasta verificar el comportamiento del precio de las especies que aparecen en su portafolio de manera diaria, dado que no existen limitaciones claras a las facultades del ordenante, lo racional sería no hacer uso de la figura.

Por otro lado, vale la pena aclarar no se parte del supuesto de que los agentes efectivamente realicen un análisis costo- beneficio cada vez que tomen la decisión de utilizar la figura de ordenante o que el resultado de éste sea el fundamento exclusivo de la misma, sino simplemente se considera que para efectos de diseñar una regla de responsabilidad objetiva es necesario analizar estas consideraciones para determinar los incentivos que genera la regulación para los agentes o la información que les proporciona sobre los riesgos que asumen, independientemente de que estos la consideren o no dentro de sus decisiones particulares.

Otra problemática es el caso de que no existiera correspondencia entre el daño causado al mercado y la infracción administrativa, como en efecto puede pensarse que ocurre en la realidad, pues no habría una compensación total del daño causado al mercado y, por tanto, el comitente tendría menos incentivos a adoptar un nivel de precaución óptimo desde el punto de vista social porque la reducción marginal del daño esperado sería menor en comparación con el aumento del costo marginal de asumir esa mayor precaución. De la misma manera debe revisarse la probabilidad de imposición de la sanción por parte de la autoridad administrativa cuando se presente una infracción al mercado de valores, ello por cuanto una sanción con costes elevados, pero con escasa probabilidad de hacerse efectiva, no generará ningún desincentivo a la conducta socialmente indeseada. Esto es importante considerarlo porque en el siguiente capítulo se abordará la propuesta de regulación, según la cual es posible que los beneficios de la comisión de una infracción de una norma del mercado de valores sean mayores a la sanción que hay que asumir o que, por la ausencia de claridad en las estipulaciones contractuales o de regulación, se le dificulte a la autoridad administrativa imponer una sanción y, por tanto, se decida cometerla.

Como puede observarse, esta regla de responsabilidad se basa en que es posible conocer *ex ante* cuál de los actores es el que tiene que asumir menores costos para prevenir el daño, ya que desde el punto de vista del mercado estos costos de monitoreo y sanción resultan constantes esté o no involucrado un ordenante⁸⁷ y, asumiendo que el comitente será racional, éste adoptará la precaución necesaria para alcanzar el costo mínimo de la infracción, por lo cual teóricamente ambos costos serán igualmente comparables.

En contraste, lo que está ocurriendo actualmente es que el mercado y la autoridad administrativa está invirtiendo por debajo del nivel óptimo de precaución respecto de dichas conductas porque la posición que ha adoptado es que el comitente responde por todos los actos y/u operaciones que el ordenante realice en su nombre, entonces ni siquiera se genera un incentivo al comitente para que determine claramente las facultades del ordenante o a los intermediarios para que las verifiquen con cada instrucción, porque el comitente asumirá en todos los casos la totalidad del costo derivado de la infracción (la precaución y la sanción).

Ahora bien, este no es el resultado óptimo en todos los casos, ya que si bien es el comitente quien puede tomar precauciones a un menor costo para evitar la ocurrencia de la infracción en ciertos casos, habrá otros en los que el mercado deberá simplemente asumir la ocurrencia de la misma o perseguir directamente al ordenante. Incluso, fuera de cualquier consideración jurídica, pueden existir casos en los cuales para el comitente resulta mejor cometer la conducta a través de su ordenante, porque se disminuyen las probabilidades de que sea identificado por la autoridad administrativa, por lo cual no adoptará ninguna precaución y solamente soportará la sanción eventual.

⁸⁷ Una de las críticas que se ha hecho a los regímenes de responsabilidad objetiva desde el punto de vista del derecho económico es que desincentivan las precauciones por parte de la víctima, pero en este caso, debido a que no hay una “víctima” como tal sino que se protege unos intereses superiores relacionados con el funcionamiento transparente y eficiente del mercado de valores, esta crítica no tendría cabida en este caso en concreto. THE BRIDGE. *Economic Analysis of Alternative Standards of Liability in Accident Law* (s.f.). Disponible en: <http://cyber.law.harvard.edu/bridge/LawEconomics/neg-liab.htm>

Para ilustrar la eficiencia que tendría la regla de responsabilidad propuesta a continuación se presenta un análisis comparativo entre quién sería eficiente que respondiera, quién asume actualmente la responsabilidad y cómo sería con la regla que se propone⁸⁸:

π = Probabilidad de que ocurra una conducta manipulativa del mercado.

L = Pérdida de transparencia del mercado debido a la ocurrencia de la conducta manipulativa.

CC= Costo del comitente de prevenir la ocurrencia de la conducta.

CMERC = Costo del mercado de prevenir la ocurrencia de la conducta o de soportar la conducta.

Hipótesis	Eficiencia	Régimen actual de responsabilidad	Regla de responsabilidad propuesta
1. $\pi L > CC > CMERC$	Mercado debería sancionar al ordenante.	Responde el comitente	Mercado previene la ocurrencia o soporta la conducta
2. $\pi L > CMERC > CC$	Comitente previene la conducta o soporta la sanción.	Responde el comitente	Comitente previene la conducta o soporta la sanción
3. $CC > \pi L > CMERC$	Mercado debería sancionar al ordenante.	Responde el comitente	Mercado previene la ocurrencia o soporta la conducta
4. $CC > CMERC > \pi L$	Mercado previene o soporta la conducta.	Responde el comitente	Mercado soporta la conducta
5. $CMERC > \pi L > CC$	Comitente previene la conducta o soporta la sanción	Responde el comitente	Comitente previene la conducta y/o soporta la sanción
6. $CMERC > CC > \pi L$	Mercado previene o soporta la conducta.	Responde el comitente	Mercado soporta la conducta

A partir del cuadro se puede observar que hay cuatro ineficiencias causadas por la regla de responsabilidad objetiva que se ha venido aplicando por la autoridad administrativa donde el comitente siempre responde por las acciones de su ordenante: i) cuando $\pi L > CC > CMERC$ y $CC > \pi L > CMERC$, quien debe asumir el costo esperado de la conducta es el mercado, como quiera que para el comitente era más costosa su prevención, por ejemplo, porque no tenía manera de conocer los actos y/u operaciones que estaba realizando su ordenante y actuó por fuera de sus facultades expresas. Sin embargo, el daño esperado es mayor que el costo del mercado de prevenir la ocurrencia de la conducta y de soportarla, por lo que en este

⁸⁸ FELDMAN, Allan y FROST, John M. *A Simple Model of Efficient Tort Liability Rules*. International Review of Law and Economics 18:201–215, 1998. Disponible en: http://www.econ.brown.edu/fac/allan_feldman/AMF%20Significant%20Published%20Papers/A%20Simple%20Model%20of%20Efficient%20Tort%20Liability%20Rules.pdf

caso lo más eficiente sería perseguir directamente al ordenante por la infracción; y ii) cuando $CMERC > CC > \pi L$ y $CC > CMERC > \pi L$, en estos casos es ineficiente intentar algún tipo de sanción o prevención de la ocurrencia de la conducta manipulativa tanto por el mercado como por el ordenante porque puede que la probabilidad de su ocurrencia sea muy baja o el impacto de la misma en el mercado sea mínimo, por lo tanto, en este caso, incluso la sanción resulta siendo más costosa para el Estado que la ocurrencia de la conducta misma, sin contar los efectos adversos que ya se han mencionado sobre la utilización de la figura y el acceso al mercado. Este último caso puede ocurrir cuando, por ejemplo, se afecta la liquidez de una especie inscrita pero solamente por un día de negociación, causando un impacto mínimo al mercado que no justifica ni los esfuerzos administrativos de perseguir al responsable ni los costos asociados a la revocatoria del mandato del ordenante.

En estos casos, las infracciones quedarían impunes si se analizan de manera individual y se considera que el daño esperado de las mismas es muy bajo en comparación con los costos derivados de la atribución de responsabilidad a alguno de los agentes. Sin embargo, en una perspectiva dinámica del asunto, es posible que estas infracciones que aisladamente no son tan significativas resulten en una conducta manipulativa de ejecución sucesiva, por lo cual, el daño esperado aumentaría y ya sería eficiente atribuirle responsabilidad a quien menos le hubiere costado prevenirlo.

En este sentido, la distribución de la responsabilidad en la parte con menores costos de evitar la ocurrencia de la infracción ante la figura del ordenante tiene ventajas significativas, ya que: i) no requiere el conocimiento del nivel de precaución adoptado por la otra parte para evitar la conducta, siendo que éste es constante e invariable en cuanto a la supervisión del mercado de valores y le exigirá al mercado y a la autoridad administrativa fijarse en las facultades asignadas al ordenante como medida adicional para la imputación de responsabilidad; ii) los costos asociados a tomar ciertas precauciones por parte del comitente no dependen de las decisiones que adopte la autoridad administrativa para la supervisión del mercado, toda vez que se sabe claramente en qué eventos responderá el comitente, y conforme a eso se

adoptará el nivel de precaución óptima siendo que en estos eventos siempre tendrá que asumir la totalidad de los costos derivados de la infracción; iii) la responsabilidad en este caso no se activará simplemente en el momento en que se presente la infracción sino que será relevante desde el nombramiento mismo del ordenante, cuando se determinan sus facultades, lo cual es de por sí un mecanismo de precaución; y iv) la autoridad administrativa podrá enfocar su labor investigativa según las condiciones establecidas en la regla de responsabilidad, y se reducirá la probabilidad de que ésta produzca decisiones contradictorias frente a este tema, o que plasmen una aplicación a ultranza de la responsabilidad objetiva que redunden en un completo desincentivo a la utilización de la figura del ordenante en el mercado de valores debido a su desnaturalización.

3.2. Justificación desde la perspectiva de la economía conductual: un acercamiento a los conceptos de heurísticos y sesgos cognitivos de los agentes.

Según se explicó, el establecimiento de una regla objetiva en las relaciones entre comitente y ordenante mediante la cual se asigne responsabilidad en la parte que asuma los menores costos para evitar la ocurrencia de una infracción normativa, facilita tanto a la autoridad administrativa y a los intermediarios de valores, como también a comitentes y ordenantes, y al mercado en general, conocer el alcance de las actuaciones de todos los participantes y anticipar quien asumirá los costos de sus actuaciones.

Sin embargo, nuestro objetivo es llevar el análisis de la necesidad de la regulación de la figura del ordenante, no sólo teniendo en cuenta escenarios basados en la toma de decisiones racionales de los agentes del mercado, ya que si bien estos supuestos facilitan una comprensión de las ineficiencias que se presentan en el sistema, no suelen ser el escenario natural en el que se desenvuelven las transacciones entre los agentes, como sí lo podría ser uno en el que se tengan en cuenta las limitaciones en la racionalidad a la hora de tomar decisiones.

En efecto, el análisis económico del derecho ha desarrollado tradicionalmente sus estudios a partir de las presunciones propias de la economía neoclásica, esto es, en donde el comportamiento humano es visto

como aquel en el cual todos los participantes (i) maximizan sus utilidades a partir de un conjunto estable de preferencias y (ii) acumulan una cantidad optima de información y demás elementos dentro de una amplia gama de mercados⁸⁹. Estos comportamientos son los presupuestos de la racionalidad que maneja el denominado *Homo Economicus*⁹⁰; entendida esta cuando “*el individuo toma la mejor decisión dentro del conjunto de decisiones posibles. El conjunto de posibilidades que enfrenta el individuo depende de las restricciones existentes, que pueden afectar tanto qué decisiones puede tomar, como cuáles son las consecuencias de esas decisiones*”⁹¹.

En ese contexto, el análisis económico del derecho que se desarrolló bajo estos postulados, se anticipa a la manera en que un individuo actuará frente a un determinado mandato legal, comprendiendo siempre que: los agentes económicos no cometen errores de ninguna índole en cuanto a la previsión de sus actuaciones, los costos de transacción son iguales a cero y la información se encuentra disponible para las partes⁹². Bajo dichos supuestos, la toma de decisiones es inmaculada, resultando la búsqueda pura del beneficio del individuo la única conducta a adoptar, dejándose de lado aspectos propios que mueven el comportamiento humano diferentes a los conceptos de utilidad⁹³.

En este acápite se buscará introducir otra perspectiva de análisis para justificar la necesidad de una regulación de la figura del ordenante considerando el avance y la evolución de las ciencias sociales⁹⁴ en punto al estudio del comportamiento humano y que ha llevado a que la teoría basada en la racionalidad de los individuos sea objeto de diversas críticas⁹⁵. Esta tendencia surge, puesto que la evidencia empírica

⁸⁹ Cfr. SUSTEIN, CASS, *et al.* “A Behavioral Approach to Law and Economics”. Stanford Law Review Vol. 50:1471 En: <http://faculty.chicagobooth.edu/Richard.Thaler/research/pdf/behavioralapproach.pdf>

⁹⁰ MALETTA, H. (2010). La evolución del Homo economicus: problemas del marco de decisión racional en Economía. Economía, Vol. XXXIII, N° 65, semestre enero-junio 2010, p. 9-68. En: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1888366

⁹¹ STREB, JORGE M. “El significado de racionalidad en economía” en <http://www.ucema.edu.ar/publicaciones/download/documentos/139.pdf>

⁹² WRIGHT, JOSHUA D. Y GINSBURG, DOUGLAS H. “Behavioral Law And Economics: Its Origins, Fatal Flaws, And Implications For Liberty”. Northwestern University School of Law - Law Review Vol. 106 No. 103. En: <https://www.law.northwestern.edu/lawreview/v106/n3/1033/LR106n3Wright.pdf>

⁹³ Cfr. DAJER BARGUIL, DIANA. “Aspectos Fundamentales Del Proceso Penal De Justicia Y Paz A La Luz De La Economía Conductual”, en: <http://www.javeriana.edu.co/biblos/tesis/derecho/tesis2011/tesis20.pdf>

⁹⁴ AVISHALOM, TOR, The methodology of the behavioral analysis of law, Haifa Law Review, Vol. 4, julio de 2008. Tomado de DAJER BARGUIL, DIANA *op. cit.*

⁹⁵ Dentro de los principales críticos podemos destacar Christine Jolls, Cass R. Sustein y Richard Thaler.

demuestra que las actuaciones y comportamientos humanos se presentan bajo una racionalidad limitada, una voluntad limitada y un egoísmo limitado⁹⁶.

A este respecto, Daniel Kahneman, a quien se le reconoce como el padre de la psicología conductual, menciona que en la mente del ser humano coexisten dos sistemas de pensamiento, a saber: *“el sistema uno, el cual opera de manera rápida y automática, con poco o ningún esfuerzo y sin sensación de control voluntario; y el sistema dos, el cual centra la atención en las actividades mentales esforzadas que lo demandan, incluidos los cálculos complejos. Las operaciones del Sistema 2 están a menudo asociadas a la experiencia subjetiva de actuar, elegir y concentrarse”*⁹⁷. Y continúa: *“Cuando pensamos en nosotros mismos, nos identificamos con el Sistema 2, con el yo consciente, racional, que tiene creencias, hace elecciones y decide qué pensar y qué hacer. Aunque el Sistema 2 crea estar donde está la acción, el protagonista del libro es el automático Sistema 1. Describo el Sistema 1 como el que sin esfuerzo genera impresiones y sentimientos que son las fuentes principales de las creencias explícitas y las elecciones deliberadas del Sistema 2. Las operaciones automáticas del Sistema 1 generan patrones de ideas sorprendentemente complejos, pero solo el lento Sistema 2 puede construir pensamientos en una serie ordenada de pasos. Describo también las circunstancias en las que el Sistema 2 toma las riendas, anulando los irresponsables impulsos y asociaciones del Sistema 1.”*⁹⁸

En ese sentido, tenemos que las actuaciones de los seres humanos son heurísticas, es decir, que la mente humana suele tomar atajos como una manera de encontrar respuestas ágiles frente a interrogantes que no somos capaces de atender de una manera racional. En términos de Kahneman, solemos tomar decisiones la mayoría de veces bajo el sistema 1 de pensamiento y no bajo el 2. Esta situación, que ocasionalmente podría ayudarnos a tomar una decisión atinada, en no pocas circunstancias nos lleva a actuar de forma diferente a la completamente racional.

⁹⁶ SUSTEIN, CASS *et al. op cit.*

⁹⁷ KAHNEMAN, DANIEL. *“Pensar rápido, pensar despacio”*, título original “Thinking, Fast and Slow”. Editorial Debate (2011).

⁹⁸ *Ibídem.*

Todas estas condiciones inherentes al comportamiento humano, supremamente relevantes para actuar de una u otra manera y elegir entre múltiples opciones, no son ajenas a las relaciones que se traban en el mercado de valores, en general, y, en especial, en la relación entre comitentes y ordenantes. Así, lo que se observa es que las decisiones de estos agentes se dan, como se dijo, bajo una (i) racionalidad limitada, una (ii) voluntad limitada y (iii) un egoísmo limitado.

- (i) Se observa una racionalidad limitada en la medida que las habilidades o capacidades cognitivas de los individuos no son absolutas, luego no pueden conocer al detalle todos los aspectos de sus relaciones económicas⁹⁹. Esta limitación se da por tres dimensiones: a) la información disponible, b) la limitación cognoscitiva de la mente individual y c) el tiempo disponible para tomar la decisión¹⁰⁰.

En el marco de la relación entre ordenantes y comitentes encontramos que no existe ninguna indicación que le permita a los segundos comprender la decisión que está tomando frente a las facultades de su ordenante, así como tampoco frente a la responsabilidad que asume al respecto. El comitente no conoce cuál va a ser el alcance de las actuaciones de su ordenante; y es que este confía, muchas veces ciegamente, en los conocimientos profundos de su mandatario, así como que los utilizará en todos los casos en el beneficio de su mandante. La realidad nos dice que el comitente no tiene acceso a toda la información, pues, como se explicó en el capítulo anterior, existe un riesgo moral sobre la forma en que se comportará el ordenante una vez es seleccionado. Adicionalmente, como no existe una regulación clara respecto a la figura, le resulta imposible al comitente anticiparse razonablemente a las consecuencias de sus acciones y destina un tiempo limitado a reflexionar sobre esta decisión, normalmente, cuando realiza su apertura de cuenta en el intermediario de valores y llena los formatos correspondientes.

⁹⁹ SUSTEIN, CASS *et al. op cit.*

¹⁰⁰ *Ibidem.*

- (ii) La voluntad limitada, por su parte, nos muestra que los seres humanos con frecuencia realizan acciones que ellos saben les son inconvenientes, sin embargo no les es posible adoptar un comportamiento diferente. La voluntad de un comitente, por ejemplo, sería la de evitar asumir responsabilidad por actuaciones de terceros, por lo que establecer límites que mitiguen ese riesgo parecerían razonables. Sin embargo, existen muchos factores que influyen la toma de decisiones como pereza, miedo a equivocarse, entre otros heurísticos que enseguida se verán, que doblegan su voluntad.
- (iii) Finalmente, tenemos que las actuaciones humanas no siempre contienen un ingrediente de total egoísmo, la compasión y la empatía que podemos sentir ante los otros individuos, implica que no siempre las decisiones sean en búsqueda del beneficio individual, puesto que muchas veces se antepone el del otro¹⁰¹. A este respecto, cabe mencionar que no en pocas circunstancias los ordenantes resultan ser familiares o personas muy cercanas al comitente, en las que éste confía por los mismos lazos de unión entre ellos. Una circunstancia como esta, produce que los comitentes no delimiten las facultades de sus ordenantes, permitiéndoles entonces, bajo el sistema desregulado como el de hoy, que el ordenante tenga un margen total de actuación en el manejo de los recursos de su mandante y que aquel no se tome el trabajo de fijarle límites razonables para su actuación.

Adicionalmente, a continuación utilizaremos algunas de las herramientas de la escuela de la economía conductual, desarrollados principalmente por Thaler y Sustein¹⁰², que explican el comportamiento humano en determinadas situaciones. Particularmente, frente a la figura del ordenante, esto se ve reflejado en los siguientes heurísticos que se consideran los más relevantes:

- (i) Heurístico de la disponibilidad (availability): las personas tienden a percibir como menos comunes los riesgos inherentes a determinadas actividades cuando han internalizado la posibilidad de que los mismos

¹⁰¹ Ibidem.

¹⁰² Particularmente ver: THALER, Richard H. y SUNSTEIN, Cass R. Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness. Yale University Press, 2008

ocurran; esta internalización se da ya sea por la vivencia propia del riesgo o por cuenta de hechos o circunstancias ampliamente difundidas en los medios. Para el caso de la figura del ordenante, esto se manifiesta por cuanto los comitentes no tienen internalizados los riesgos que asumen con la elección de sus ordenantes y los pueden percibir como imposibles de materializarse, ello seguramente porque nunca han sido sancionados por vía administrativa por la comisión de actuaciones proscritas en el mercado de valores y además porque no existen canales de comunicación en nuestro medio que pongan de manifiesto los riesgos existentes al valerse de terceras personas para dar órdenes a las sociedades comisionistas sobre el curso de sus inversiones. Este tipo de circunstancias hacen que los comitentes, al no vislumbrar estos riesgos, no adopten medidas para prevenirlos como lo sería delimitar las facultades de su mandatario.

(ii) Heurístico del optimismo y exceso de confianza: este consiste en que generalmente se ignora, niega, subestima o justifica el riesgo¹⁰³. Pensemos en un comitente que como consecuencia de las inversiones efectuadas por su ordenante obtiene utilidades en su portafolio, incluso siendo las utilidades moderadas, la propia naturaleza humana confía de manera exagerada en las bondades de sus propias actuaciones. El comitente tendrá exceso de confianza en que la elección del ordenante es completamente acertada, sin advertir posibles eventos desfavorables. De hecho, un escenario favorable como éste hace que dicho comitente entre en un estado de optimismo tal, que lo único que anhela es que su mandatario continúe brindándole tan positivos retornos e incluso que se arriesgue un poco más. Situaciones como estas hacen que los riesgos inherentes en este tipo de actividades se diluyan en la mente del inversionista y pierdan peso en la toma de decisiones cuando se enfrentan a panoramas favorables. En este caso de extremo optimismo, las restricciones para el alcance de las órdenes que puede impartir el ordenante a la comisionista no son una opción, todo lo contrario, la euforia lleva a que los límites impuestos por el comitente sean mínimos o incluso inexistentes.

¹⁰³ Ibidem.

(iii) Heurístico del status quo: las personas tienden a mantener las cosas en su forma actual y así evitar el cambio. Esta tendencia al status quo se da por diversos factores: pereza, aversión a la complejidad, al esfuerzo o simplemente por inercia. Estos aspectos cobran gran importancia en el desarrollo de las actividades de las personas por cuanto la presencia de estos sesgos se traduce en que a los agentes les resulta más cómodo no hacer nada que esforzarse en realizar algo para obtener resultados diferentes. Una circunstancia como ésta explicaría en gran medida por qué los comitentes optan por no decir nada respecto de las facultades de sus ordenantes. Cuando el inversionista decide nombrar a su ordenante recibe de la comisionista un documento en blanco para que se consignen las firmas de los que van a ser sus ordenantes; el solo hecho de tener que sentarse a pensar el monto máximo que convendría restringir en las operaciones o determinar los valores sobre los cuales se podrían realizar operaciones y aquellos respecto de los que no, son actividades que el inversionista, por la presencia del heurístico del status quo, opta por no realizar y por lo tanto no se imprimen restricciones que, desde una óptica racional, deberían establecerse. Ahora bien, pasado el tiempo, es mucho menos probable que una persona restrinja las facultades de su ordenante porque esto le implica una acción positiva de enviar una comunicación al intermediario de valores en tal sentido.

(iv) Heurístico de la tontería: éste busca explicar cómo a veces somos negligentes o no nos concentramos en ciertas labores que consideramos automáticas. Precisamente, en el caso que nos ocupa, cuando el intermediario de valores le presenta al cliente varios formatos en el momento de su vinculación, él simplemente los firma, sin percatarse del significado que tiene cada uno, en particular la tarjeta de firmas o formato destinado a la designación de un ordenante.

(v) Heurístico de la tentación: este sesgo nos dice que las personas están tentadas a las opciones que les resulten más fáciles y les representen menores costos. El comitente, por ejemplo, optará por no fijar facultades a su ordenante y así evitará el desgaste que ello le representaría.

(vi) Siguiendo a la manada: tal y como se mencionó en el heurístico de la disponibilidad, los agentes no internalizan sus riesgos hasta tanto estos no se les materializan o el entorno en el que se desenvuelven no se los hace visibles. Es precisamente este último aspecto el que demuestra que el comportamiento de las personas tiene un gran componente influenciado por la masa social que los rodea. Sin duda, la realidad es que en muchas ocasiones creemos que nos gusta algo o pensamos que queremos tener algún objeto solamente porque las demás personas los adquieren, ello explica la existencia de las modas, las tendencias y movimientos masivos. Incluso la adopción de medidas para cubrir riesgos se ve influenciada por las tendencias de las masas, la conciencia colectiva de los riesgos de conducir un vehículo, por ejemplo, se debe en gran parte por las campañas publicitarias y la creación de conciencia por el Estado y las compañías de seguros. En el plano de los riesgos en torno a la figura del ordenante, y de los asociados al mercado de valores en general, esta tendencia juega el papel totalmente opuesto precisamente por la ausencia de divulgación de los mismos. En efecto, la desinformación que existe en la actualidad en todo el mercado derivada de la falta de regulación de la figura del ordenante, así como la omisión tanto de los intermediarios de valores como de la autoridad administrativa en transmitir a los clientes la información necesaria respecto de los riesgos que asumen por las actuaciones de su mandatario (falta de “*channel factors*”), hacen que no exista una tendencia masiva o una cultura que invite a las personas a reflexionar sobre estos riesgos que los lleve a delimitar las facultades del ordenante. Sin duda, una “masa” de inversionistas se preocuparía más por estos riesgos si su comisionista fuera incisiva para que se incluyeran en el mandato una serie de restricciones a las actuaciones del mandatario, por ejemplo, dándole un espacio más amplio para hacerlo en el formulario de vinculación y poniendo explícitamente un apartado denominado “Facultades del ordenante”, o si la autoridad administrativa efectuara campañas más certeras que pongan de presente los riesgos inherentes a este tipo de figuras o si al menos fuera posible consultar una norma que le dé al inversionista un marco de referencia o punto de partida.

(vii) Efecto relieve: este heurístico nos habla de cómo es la toma de decisiones de las personas cuando los ojos están puestos sobre ellas. Y es que los individuos temen cometer errores, más aún cuando tienen a otros observando lo que hacen. Cuando un comitente va a restringir las actuaciones de su ordenante, sin duda alguna tiene que padecer la presión de éste que lo observa atentamente delimitándole su campo de acción y del intermediario de valores, para quien implica mayor trabajo tener que cumplir con las restricciones que le se impongan al ordenante.

(viii) Representatividad: creamos estereotipos mentales como atajos para no desgastarnos en ahondar sobre las verdaderas cualidades o defectos de los demás individuos o situaciones. Un inversionista, por ejemplo, puede tomar la decisión de escoger a su ordenante por la fama que este ha hecho en el mercado o por la confianza que en él deposita por algún tipo de cercanía que pueda llegar a tener con éste. Esta circunstancia conlleva a que, como consecuencia de la imagen que se forja de la persona, no vea la necesidad de restringir las facultades de sus actuaciones. A esto contribuye además, la creencia que deposita en su comisionista de bolsa, de quien espera siempre recibir información y asesoría del manejo de sus recursos. Estas situaciones en las que el inversionista se forja una imagen o un estereotipo de confianza, tanto en su ordenante como en el intermediario de valores, lo ponen en una situación cómoda de confianza que lo desincentiva a imponer restricciones.

Todos estos sesgos y heurísticos reafirman que las actividades humanas están cargadas de múltiples circunstancias que cuestionan la máxima de la economía neoclásica basada en una racionalidad absoluta de los agentes a la hora de tomar decisiones. Esto invita a replantear el papel de los hacedores de políticas públicas a la hora de generar incentivos en el comportamiento de los destinatarios de las normas, sobre todo en un mercado con las características del mercado de valores, donde su complejidad *“no está en la cantidad (número de mercados, número de activos cotizados, volumen negociado), ni en el funcionamiento (fuerzas de oferta y demanda), sino en las relaciones que existen entre los precios de los productos que cotizan en los mercados; relaciones tanto en el espacio como en el tiempo, lo que implica convivir con una*

incertidumbre sobre lo que pasa en otras partes y lo que será y tener en cuenta los posibles episodios de irracionalidad (comportamiento incoherente con la maximización de beneficios) de los agentes que operan en los mercados. Además el oportunismo (engaño), el riesgo moral (incentivos), la selección adversa (escoger los peores) y la atomización de las decisiones (precio aceptantes) refuerzan el hecho de que el inversor se enfrente a un mercado que ni controla ni comprende. (...) En dicho sentido, no existe una lógica o una coherencia racional en los comportamientos de los inversores, y además la evolución de los precios que de ellos se deriva refleja situaciones de mercados irracionales (no concordancia con los resultados de maximización beneficios). (...) Evidentemente, esta nueva situación exige la introducción de un nuevo axioma que introduzca la “irracionalidad” en el modelo base para poder definir la operación de arbitraje o beneficio seguro.”¹⁰⁴.

En este sentido, aun bajo el supuesto en el que la dinámica y operatividad del sistema facilitara al comitente restringir las actuaciones de su ordenante a efectos de evitar que le sea atribuida cualquier responsabilidad administrativa por la comisión de conductas proscritas en el mercado, esta circunstancia necesariamente le exige al mandate tener conocimientos precisos para saber qué, cómo y cuánto restringir, asesoría que el intermediario no está incentivado a proveer y el ordenante tampoco, o ésta no necesariamente coincidirá con los intereses del comitente, para así tener un margen de maniobra mayor.

Por todo esto, es fundamental el papel del Estado como regulador para ayudarle al comitente a superar los heurísticos y sesgos cognitivos planteados anteriormente; de lo contrario, la atribución de responsabilidad objetiva a ultranza llevará a que se desincentiven a los inversionistas, quienes no tienen las herramientas para tomar decisiones en cuanto a la figura del ordenante pero sí tendrán que asumir los costos derivados de su utilización, donde se incluyen los derivados de una eventual sanción administrativa. En este contexto, y en tanto que las personas no están eligiendo a la perfección, algunos cambios en la arquitectura

¹⁰⁴ Ceballos Hornero, DAVID. *RELACIONES EN LOS MERCADOS FINANCIEROS Complejidad y Arbitraje*. Universitat de Barcelona – Departament de Matemàtica Econòmica, Financiera i Actuarial – Facultat de Ciències Econòmiques i Empresarials (UB). Disponible en: <http://diposit.ub.edu/dspace/bitstream/2445/121/1/72.pdf>

de la elección de los agentes podrían solucionar estos inconvenientes¹⁰⁵; particularmente se considera que la creación de una norma *por defecto* puede servir para que las personas tengan un punto de partida o ancla, siendo que este heurístico se convertiría en un empujón que les permitiría orientar sus decisiones sobre la figura del ordenante de forma más beneficiosa.

4. PROPUESTA NORMATIVA

4.1. Paternalismo libertario: un enfoque para el direccionamiento de conductas de los agentes.

Como se vio en el capítulo anterior, este trabajo reconoce e incorpora como una justificación más de la necesidad de regular la figura del ordenante los planteamientos de la economía conductual, ya que si los comitentes no son capaces de tomar una decisión racional que maximice su bienestar¹⁰⁶, por diversos motivos¹⁰⁷, es imposible que se configuren situaciones de eficiencia a partir de la negociación exclusiva del comitente y el ordenante, razón por la cual la intervención del Estado puede resultar útil, tanto para evitar la impunidad de conductas que atentan contra la transparencia del mercado, como para evitar la pérdida de sentido de la figura.

Precisamente, el paternalismo libertario es una aproximación teórica que contempla un enfoque normativo del análisis económico del derecho y reconoce que la intervención del Estado no sólo es inevitable sino deseable en el presente caso para alcanzar el óptimo social. Nótese que, aunque no haya una decisión consciente del “*choice architect*”, en este caso de la autoridad administrativa, se está influyendo de una cierta manera el contexto en el que las personas están tomando decisiones sobre su ordenante. Como hemos expuesto a lo largo de este estudio, la falta de regulación en materia de las facultades del ordenante y la responsabilidad objetiva a ultranza del comitente que ha defendido la Superintendencia Financiera en

¹⁰⁵ THALER, Richard H. y SUNSTEIN, Cass R. *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*. Yale University Press, 2008.

¹⁰⁶ JONES, Bryan D. *Bounded Rationality* Annu. Rev. Polit. Sci. 1999. 2:297–321. Disponible en: <https://www.princeton.edu/~smeunier/JonesBounded1.pdf>

¹⁰⁷ Al respecto, “[e]xiste una naciente corriente de pensamiento en la economía que ha cuestionado fuertemente la Teoría de la Acción Racional como supuesto que pronostica adecuadamente los comportamientos de los individuos en la realidad; a esta naciente corriente se le denomina la “economía conductual”, la cual plantea a través del “Razonamiento heurístico” y otras hipótesis, una serie de ideas contrarias a lo que la economía neoclásica ha defendido por más de un siglo, particularmente, en lo relacionado con el verdadero comportamiento de los individuos en la realidad” (MONROY CELY, Daniel Alejandro. *El razonamiento heurístico y algunas implicaciones en el análisis económico del derecho*, pág. 365. En: Relaciones contemporáneas entre derecho y economía. Colección Centro de Estudio No. 3. 1a Ed. Bogotá: Pontificia Universidad Javeriana, Facultad de Ciencias Jurídicas: Grupo Editorial Ibáñez, 2012).

los últimos casos de manipulación de precios de la acción de Fabricato, están dándole a las personas empujones para que eviten la figura, lo que a su vez puede redundar en que eviten completamente participar en el mercado de valores.

Ahora bien, esta corriente en la que nos vamos a fundar tiene dos ventajas muy importantes: i) un aspecto libertario que sostiene que la gente debería ser libre para escoger lo que quiere o salirse de los marcos establecidos si quieren hacerlo, y ii) reconoce que las personas no siempre toman las mejores decisiones para sí mismos, lo que a su vez justifica que los “*choice architects*” puedan organizar el contexto en el que esto sucede e influenciar su comportamiento para llevarlos a resultados que se consideren deseables¹⁰⁸, sin prohibirles ninguna opción o sin cambiar significativamente sus incentivos económicos.

Así: “[e]l paternalismo libertario es un tipo de paternalismo relativamente débil, suave y no intrusivo porque las alternativas no están bloqueadas, cerradas u obstaculizadas significativamente. Si la gente quiere fumar cigarrillos, comer muchos caramelos, elegir un plan sanitario inapropiado o no ahorrar para la jubilación, los paternalistas libertarios no les obligarán a hacer otra cosa, o siquiera a ponerles las cosas difíciles (...) Un codazo, como llamaremos al término, es cualquier aspecto de la arquitectura de alternativas que altera el comportamiento de la gente de una forma predecible sin prohibir ninguna opción cambiar significativamente sus incentivos económicos”¹⁰⁹.

Esta perspectiva resulta de la mayor relevancia en el mercado de valores porque éste, y particularmente frente a la decisión del nombramiento de una persona que actúe por uno, es uno de los muchos campos en los que las personas carecen de unas preferencias claras, estables y bien ordenadas, y lo que se elige está influenciado fuertemente por detalles como el contexto en el que toman la decisión, por ejemplo, las reglas *por defecto*, los efectos marco y los puntos de partida.¹¹⁰ Adicionalmente, este es uno de los campos

¹⁰⁸ THALER, Richard H. y SUNSTEIN, Cass R. *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*. Yale University Press, 2008. Pág. 15.

¹⁰⁹ GORDON, David. *Paternalismo Libertario*. Instituto Míss Hispano, 02 de diciembre de 2013. Disponible en: <http://www.miseshispano.org/2013/12/paternalismo-libertario/>

¹¹⁰ SUNSTEIN, Cass R. y THALER, Richard H. *Libertarian Paternalism Is Not an Oxymoron*. The University of Chicago Law Review V.70, number 4, 2003. Pág. 1161. Disponible en: <http://faculty.chicagobooth.edu/Richard.Thaler/research/pdf/LlibpatLaw.pdf>

donde la gente en general no tiene experiencia, buena información y pronta retroalimentación; si la tuviera probablemente no necesitarían de un ordenante sino que podría ocuparse de su portafolio personalmente, por lo cual se hace necesario darles un empujón para que tomen buenas decisiones.

Por ejemplo, una persona que nombra a su hermano como su ordenante debido a que éste estudió finanzas, se enfrenta a una decisión compleja por lo siguiente: si hasta ahora se va a vincular al intermediario de valores, es la primera vez que se enfrenta a la decisión de nombrar un ordenante, asumamos que el intermediario le explica qué es un ordenante, igual tiene muchas alternativas sobre quién nombrar como su ordenante pero no tiene experiencias previas o información que le indique cuál es la mejor decisión sobre esto. Ahora, supongamos que la persona está convencida de que su hermano debe ser su ordenante por sus estudios, y ha mitigado el riesgo de la selección adversa que se presenta, deberá enfrentarse a otra decisión igualmente difícil: ¿qué facultades le va a conferir a su hermano?, y la respuesta a esta pregunta también lleva implícito un conocimiento del comitente sobre qué operaciones puede realizar él mismo sobre su portafolio, las cuales por cierto son una infinidad. Todas estas situaciones en las que queda situado el comitente, le imponen unas cargas que tal vez preferiría no tener que soportar; cuando los agentes carecen de información o experiencia, obligarlos a tomar una elección, *“puede imponer costos injustificados o excesivos en las personas que podrían producir frustración (...) a pocos les gustaría pasar el tiempo necesario para obtener la información pertinente y resolver qué decisión tomar. En comparación con una norma por defecto, elección activa aumenta los costos de las decisiones, a veces de manera significativa. En el proceso, la elección activa puede ser estresante y aumentar “la decisión de la fatiga”, creando así problemas para el otro”*¹¹¹

De la misma manera, la falta de regulación actual no le proporciona ni siquiera un punto de partida para tomar esta decisión, luego lo más seguro es que esta persona siga lo que hacen los demás¹¹² y por inercia

¹¹¹ SUNSTEIN, Cass R. CHOOSING NOT TO CHOOSE. Duke Law Journal, Volume 64, 2014. Pág. 40. Disponible en: <http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3776&context=dlj>

¹¹² Sobre este punto debe recordarse que “(...) individual investors tend to be trend followers, rather than good forecasters, in their asset-allocation decisions.” THALER, Richard H. y SUNSTEIN, Cass R. Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness. Yale University Press, 2008. Pág. 211.

simplemente no aclare qué facultades tiene su ordenante, máxime cuando el formato dispuesto por el intermediario de valores para el nombramiento del ordenante solamente es una tarjeta vacía con espacio para dos firmas.

Uno podría pensar que esta persona una vez vea los resultados en su portafolio reflejados en los extractos que le envía el intermediario de valores tendrá la retroalimentación suficiente para decidir sobre las facultades del ordenante, pero consideramos que, debido al tiempo que se demoraría esa retroalimentación en llegar y la falta de información y experiencia a la que se enfrenta el comitente, no habría ningún cambio en su decisión respecto a su ordenante. Además, dicha retroalimentación tendría una relación ambigua entre la decisión y la experiencia¹¹³, porque muchos factores de mercado podrían influir en el comportamiento del portafolio del comitente que no se relacionan con las operaciones de su ordenante.

Si uno fuera un paso más allá respecto a la responsabilidad del comitente frente a las actuaciones de su ordenante encontraría un panorama aún más difícil: la Superintendencia ha establecido en sus últimos casos una regla de responsabilidad objetiva absoluta en cabeza del comitente, pero esta regla no ha sido publicitada de ninguna manera y es muy reciente, luego la persona no tiene la experiencia ni la información para tomar decisiones basada en dicha regla. De hecho, casi ningún actor en el mercado de valores la conoce, luego tampoco puede confiarse en que los intermediarios de valores vayan a ponérsela de presente al comitente al momento de su vinculación. Además, los procesos sancionatorios administrativos duran mucho tiempo desde su investigación hasta una decisión final de segunda instancia, lo que quiere decir que la persona se va a demorar mucho en saber si acertó o se equivocó en permitir que su ordenante realizara determinados actos y/u operaciones en el mercado de valores.

En estos escenarios donde las decisiones son complejas y las personas no cuentan con la experiencia, buena información y pronta retroalimentación para tomarlas, un empujón (“nudge”) podría llevarlas a tomar las decisiones que mejoren su bienestar: *“When choice is complicated and difficult, people might*

¹¹³ Ibidem. Pág. 111.

greatly appreciate a sensible por defecto. It is hardly clear that they should be forced to choose”¹¹⁴. En particular, a mitigar su incertidumbre frente a ciertas situaciones, evitar disputas largas y desgastantes dada la falta de regulación, y de alguna manera proteger a la parte más débil de la situación sin sacrificar otros intereses igualmente legítimos del Estado y de otros actores del mercado¹¹⁵.

Al respecto, resulta relevante la descripción de “NUDGE” que hacen Thaler y Sunstein (2008) como *“Incentives, Understand mappings, Defaults, Give feedback, Expect error, Structure complex choices”*¹¹⁶, porque este trabajo gira en torno al diseño de ese empujón para la figura del ordenante en el mercado de valores, el cual deberá considerar tanto la regulación existente en la materia como los objetivos perseguidos por la administración y por los actores del mercado con esta figura. Dicho empujón se considera que debe ser una norma *por defecto* porque es un mecanismo a través del cual se le puede dar verdadera libertad a los inversionistas, siendo esto fundamental para la eficiencia y desarrollo del mercado de valores, no solamente dándole a las personas muchas opciones de las cuales elegir sino poniéndolas en una buena posición para escoger lo mejor.¹¹⁷

En este sentido, la norma tendría como ejes primordiales las facultades del ordenante y la responsabilidad del comitente por los actos de aquel. Estos estarían impresos en los formatos utilizados por los intermediarios de valores para el efecto, haciendo más visibles las decisiones y las consecuencias de las mismas en esta materia, de manera que: i) las personas tuvieran un punto de partida sobre las facultades que pueden tener los ordenantes de manera que pudieran mapearlas de manera más sencilla y acomodarlas a sus intereses; ii) se proveería información a las personas sobre qué está autorizado que haga su ordenante, qué no está, y cómo podría ser responsable por las operaciones y actos realizados por éste en su portafolio. Esto trae un efecto muy deseable ya que personas podrán adoptar las precauciones que

¹¹⁴ Ibidem. Pág. 125.

¹¹⁵ En punto a la baja utilización de las capitulaciones en Estados Unidos, Thaler y Sunstein (2008) señalan que *“The result of all this is to leave most people vulnerable to the vagaries of chance – and to a legal system that has an astonishing degree of uncertainty. When prenuptial agreements have not been made, we believe that the relevant rules should nudge the outcome in a way that will help the weakest parties – usually women”* (resaltado fuera del texto). Ibidem. Pág. 310.

¹¹⁶ Ibidem. Pág. 142.

¹¹⁷ Ibidem. Pág. 279

consideren pertinentes, por ejemplo tratar de identificar las señales de alerta sobre los movimientos en su portafolio, o al menos tomen decisiones más conscientes sobre las potenciales consecuencias; y iii) la utilización de esta norma *por defecto* le ayudará a las personas a recopilar experiencias sobre qué necesita que haga su ordenante y cómo se ha comportado en el pasado, con miras a que se aprenda para luego tomar mejores decisiones por su cuenta separándose de dicha norma si así lo considera.

Por otra parte, esta norma debe funcionar como un marco de referencia para la autoridad administrativa, de manera que aunque tiene aún cierto margen probatorio respecto a la realización de conductas que constituyen infracciones al mercado de valores, tiene que moverse dentro de unos límites definidos, que generan unas bases sólidas para el actuar de los demás agentes del mercado.

Por ende, la aproximación del paternalismo libertario se ve como una solución eficiente en este caso para la conciliación del interés del Estado de profundizar el mercado de valores y propender por su eficiencia económica, así como para proteger a los inversionistas y la libertad de estos de tomar sus decisiones. Al respecto, es necesario recordar que la intervención del Estado en materia bursátil no es novedosa y se encuentra consagrada expresamente en el artículo 335 de la Constitución Política¹¹⁸, frente a lo cual la Corte Constitucional ha considerado que: *“La intervención del Estado en la economía busca entonces conciliar los intereses privados presentes en la actividad empresarial, con el interés general involucrado en el buen funcionamiento de los mercados para lograr la satisfacción de las necesidades de toda la población en condiciones de equidad”*¹¹⁹.

Adicionalmente, dentro de los criterios de intervención desarrollados en la ley marco del mercado de valores (Ley 964 de 2005) se señalan algunos que pueden ser logrados mejor con la expedición de la norma que se propone en relación con el ordenante, tales como i) que las normas y procedimientos sean

¹¹⁸ Frente a la intervención del Estado en la economía la jurisprudencia constitucional ha señalado que *“la libertad económica prevista en la Constitución, conforme a los modelos político y de mercado instituidos, se encuentra ampliamente protegida, pero a su vez requiere de delimitaciones legislativas, las cuales se insertan entre el reconocimiento de las garantías necesarias para el intercambio económico y la supremacía del bien común, en función de intereses generales que el constituyente ha identificado. De esta forma, mediante la intervención estatal, se garantiza la igualdad de oportunidades, corrigiendo las imperfecciones de dicho mercado, con el fin de permitir el acceso a los bienes y servicios de todas las personas, particularmente, de aquellas que cuentan con menores ingresos o se hallan en condiciones de debilidad manifiesta”*. (Corte Constitucional. Sentencia C- 909 de 2012. MP. Nilson Pinilla Pinilla).

¹¹⁹ Corte Constitucional. Sentencia C- 909 de 2012. M.P. Nilson Pinilla Pinilla.

ágiles, flexibles y claros, es decir, en vez de desgastar los recursos de la administración en construir argumentos que justifiquen la responsabilidad del comitente por todos los actos del ordenante y de las personas en tratar de defenderse de dichas acusaciones, lo mejor sería que existiera claridad sobre las facultades del mismo y el régimen de responsabilidad¹²⁰; ii) que se dé prelación al sentido económico y financiero cuando se expidan normas dirigidas a la protección de los derechos de los inversionistas, en este caso que se incentive la utilización de la figura del ordenante con unos estándares mínimos de información y protección para el comitente; y iii) que se eviten los arbitrajes en materia de supervisión, que en este momento están dados por la aplicación a ultranza de una regla de responsabilidad objetiva por parte de la autoridad administrativa y la jurisprudencia desarrollada en torno a la responsabilidad del mandante frente a los actos del mandatario en materia de responsabilidad civil, con las incertidumbres que esto genera para todo el mercado.

A diferencia del Estado, el sector privado, esto es los intermediarios de valores, no tienen ningún incentivo para informar a sus clientes sobre el funcionamiento de la figura del ordenante, la posibilidad de restringir sus facultades y el régimen de responsabilidad en relación con dicha figura, toda vez que para ellos puede resultar más costoso proveer esta información que simplemente presentar una tarjeta de firmas en blanco (Ver Anexo No. 01) para que sea suscrita por su cliente y su ordenante. También, si el cliente determina de manera precisa las facultades de su ordenante, el intermediario deberá asumir la carga de revisarlas cada vez que se vaya a realizar una operación por cuenta de dicho cliente.

Ahora bien, alguien podría pensar que el Estado no conoce qué facultades escogería la mayoría de las personas ni tampoco hay una única respuesta sobre qué facultades son más beneficiosas para los clientes, como quiera que todos tienen intereses diferentes respecto al manejo de su portafolio. Estas críticas también son consideradas en el diseño de la norma *por defecto*, por lo cual se consideró fundamental que la

¹²⁰ “If incentives and nudges replace requirements and bans, government will be both smaller and more modest. So, to be clear: we are not for bigger government, just for better governance”. THALER, Richard H. y SUNSTEIN, Cass R. Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness. Yale University Press, 2008. Pág. 20.

misma contemplara una diferenciación objetiva entre los tipos de inversionistas¹²¹, y que para cualquiera fuera fácil y prácticamente sin costo salirse de la misma.

En este sentido, se contempla como posible que en el mercado de valores existan inversionistas muy sofisticados, con conocimientos amplios, que puedan hacer predicciones imparciales sobre las consecuencias de sus acciones, y por tanto, que solamente respondan a incentivos, también llamados por Thaler y Sunstein (2008) “*Econs*”, para diferenciarlos de los seres humanos comunes con racionalidad limitada. Para estos, tal como se explicó en el capítulo II, la norma que se planteará también generará incentivos que los lleven a adoptar los niveles de precaución socialmente deseables, y en todo caso, podrán tomar la decisión libre de apartarse de la norma *por defecto* si la misma no se ajusta a sus intereses.

Sin embargo, para aquellos inversionistas que les resulta muy compleja la decisión lo mejor es darles un inicio que les informe en un primer lugar cómo funciona la figura del ordenante, cuáles pueden ser sus alcances y cómo responderán eventualmente, lo cual cambia el contexto de su decisión para que sean más conscientes respecto a las implicaciones de cada una de las facultades que le otorguen a su ordenante, y por tanto, puedan asumir este riesgo o adoptar ciertas precauciones, e incluso realizar un análisis costo – beneficio sobre el uso de la figura.

También, una de las ventajas de esta determinación de un catálogo de facultades en una norma *por defecto* es que es un diseño que permite que la mayoría de las personas sigan el curso de acción recomendado, dado que, de acuerdo a los postulados de la economía conductual ya vistos, menos personas tendrán incentivos para realizar la acción positiva necesaria para optar por salirse¹²².

- Las personas hacen lo que otros que están informados hacen o lo que la mayoría de gente hace. En este caso, el catalogo será determinado en gran parte de manera técnica por variables objetivas sobre la tolerancia al riesgo del cliente, lo cual le dará más seguridad a las personas sobre el marco

¹²¹ Ibidem. Pág. 340

¹²² SUNSTEIN, Cass R. y THALER, Richard H. *Libertarian Paternalism Is Not an Oxymoron*. The University of Chicago Law Review V.70, number 4, 2003. Disponible en: <http://faculty.chicagobooth.edu/Richard.Thaler/research/pdf/LibpatLaw.pdf>

de las facultades de su ordenante y sobre la posición que tomará la autoridad administrativa ante una eventual infracción de las normas del mercado de valores.

- La inercia hará que las personas permanezcan en el *por defecto* porque cualquier cambio de éste requerirá una acción, por ejemplo, enviar una carta al intermediario de valores.
- También, se presentará un efecto dotación donde la gente valorará más las limitaciones a su responsabilidad dadas inicialmente por la ley, lo cual los desincentivará a perderlas estableciendo un nuevo catálogo de facultades para su ordenante.

En todo caso, este catálogo de operaciones y/o actos que puede realizar el ordenante puede ser modificado de manera expresa por el cliente, según sea su voluntad, con miras a permitir que se moldee la relación interna con su ordenante de la misma manera que sucede en un cualquier otro tipo de contrato de mandato, según la experiencia, información y retroalimentación de la que dispone el cliente, lo cual a su vez tendrá un impacto en el régimen de responsabilidad del mismo.

Así las cosas, “(...) [d]esde la perspectiva de la elección racional, la regla por defecto debería tener poco efecto pues la gente va a reemplazar el defecto si no es consistente con sus preferencias. Sin embargo, la evidencia empírica sugiere que la heurística importa más. La mayoría de los ciudadanos en todos los países parecen emplear la misma heurística, antes de tener preferencias notablemente divergentes. Un sistema legal que comprende la heurística que impulsa a la mayoría de los ciudadanos pueden hacer la opción deseada la regla por defecto y con ello encontrar soluciones simples para lo que parece ser un problema complejo”.¹²³

Otra crítica a esta aproximación es que el Estado puede estar capturado por intereses privados y que le impiden diseñar de manera imparcial una norma de este tipo que efectivamente busque el bienestar de las personas. Frente a esto, se insiste en que la opción de salirse de la norma es perfectamente posible y que su

¹²³ JOHNSON, Eric y GOLDSTEIN, Daniel. “Do defaults save lives?”. En: Science Vo. 302. Noviembre de 2003. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1324774

diseño responderá a la regulación ya existente, a la búsqueda de la solución de la falla de mercado identificada (información asimétrica), a la búsqueda de eficiencia en el mercado, a la consideración de limitaciones en la racionalidad de las personas frente a este tipo de decisiones y a la disminución de costos relacionados con la implementación de esta regulación.

La conveniencia o no de una norma *por defecto*, según explica Sustain en *Choosing not to Choose*, "*depends largely on the costs of decisions and the costs of errors. Where people are relevantly heterogeneous, and where choice architects lack information or neutrality, active choosing has real advantages. But if a default rule is accurate, active choosing does not make a great deal of sense, at least when people remain free to go their own way if they see fit. When choice architects overlook this point, and nonetheless insist on active choosing, they might well be behaving paternalistically, and in a way that reduces both the welfare and the autonomy of those whom they are seeking to help*"¹²⁴. En todo caso, la misma debe ser transparente para los agentes del mercado, debe ser publicitada y su implementación monitoreada para hacer los ajustes necesarios.

4.2. Norma por defecto

Como se ha descrito, uno de los objetivos principales de este trabajo es la formulación de una norma *por defecto* que solucione los problemas de información asimétrica identificados en el desarrollo de la figura del ordenante, y cuya aplicación tenga beneficios superiores a los costos que representa, aspectos que han sido tratados en los capítulos anteriores proponiéndose dos justificaciones: i) desde la búsqueda de la eficiencia del mercado y el comportamiento racional de los agentes que participan en el mismo, y ii) desde la perspectiva de la economía conductual. Ahora bien, en la sección anterior de este capítulo se describió el paternalismo libertario como la aproximación metodológica que fundamenta la regulación propuesta a través del diseño de una norma *por defecto*, la cual se expondrá a continuación.

¹²⁴ SUNSTEIN, Cass R. CHOOSING NOT TO CHOOSE. Duke Law Journal, Volume 64, 2014. Pág. 52. Disponible en: <http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3776&context=dlj>

La regla que se propone modificaría el artículo 7.2.1.1.7 referente a las órdenes impartidas por terceros de la siguiente forma:

“Los clientes podrán facultar a una o varias personas para que impartan órdenes en su nombre; estas personas serán denominadas ordenantes y su relación con el comitente se regirá por las normas del mandato con representación. El nombramiento de un ordenante deberá realizarse por escrito, con plena identificación del mismo y de manera previa a la realización de la primera operación.

Los intermediarios de valores deberán adoptar disposiciones en materia de gobierno corporativo para impedir que sus funcionarios actúen como ordenantes de clientes del intermediario al cual se encuentran vinculados.

En los casos en los que se designe más de un ordenante, el cliente deberá establecer las reglas que el intermediario debe seguir en caso de presentarse órdenes contradictorias de los mismos; si el cliente no las establece explícitamente, el intermediario deberá contactarlo para que el cliente resuelva directamente la contracción de las órdenes. En cualquier caso, el intermediario deberá privilegiar la orden impartida por el cliente directamente sobre la de sus ordenantes.

Cuando una persona actúa en nombre de más de un cliente del intermediario de valores, éste deberá identificarle de manera previa y expresa al intermediario el cliente a la cual se le asigna la orden, disposición que será inmodificable una vez ésta haya sido ejecutada por el intermediario.

Los intermediarios de valores se encuentran obligados a suministrarle al cliente un formato para el nombramiento de su ordenante¹²⁵, so pena de incumplir sus deberes legales, el cual deberá advertir expresamente que, en caso de no disponerse otra cosa por el cliente, las facultades de su ordenante comprenderán las siguientes:

¹²⁵ Ver una propuesta del formato que pueden utilizar los intermediarios de valores en el Anexo No. 02 de este trabajo.

1. Los ordenantes de clientes inversionistas, clasificados como tal por el intermediario de valores en concordancia con la definición establecida en el artículo 7.2.1.1.4 de este Decreto o las normas que lo modifiquen o sustituyan, podrán:

a. Realizar todo tipo de operaciones sobre valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) a través de un sistema de negociación de valores o registrada en un sistema de registro de operaciones sobre valores autorizado por la Superintendencia Financiera de Colombia por una cuantía equivalente al 90%¹²⁶ del valor total de los activos del portafolio de inversión del cliente al intermediario de valores, incluyendo tanto dinero como valores, de acuerdo con el perfil de riesgo del mismo establecido por dicho intermediario.

Esta disposición se cumplirá sin perjuicio de los límites legales que existan para la realización de determinadas operaciones.

b. Realizar operaciones sobre derivados estandarizados que se negocien en un sistema de negociación de valores o que sean registradas en un sistema de registro de operaciones sobre valores autorizado por la Superintendencia Financiera de Colombia con el mismo límite de cuantía señalado en el literal anterior.

c. Realizar operaciones de contado sobre valores listados en los sistemas de cotización de valores del extranjero mediante acuerdos o convenios de integración de bolsas de valores.

d. Realizar inversiones sobre valores extranjeros listados en los sistemas de cotización de valores del extranjero por medio de las sociedades comisionistas de bolsa.

Las demás operaciones no comprendidas en los literales anteriores requieren de autorización expresa y previa del cliente para su realización, la cual podrá suministrarse al intermediario de valores a través de cualquiera de los canales que tenga habilitados para el efecto.

¹²⁶ Este valor se determinó considerando que el ordenante no pudiera disponer de la totalidad de los recursos del cliente como medida de seguridad, pero garantizando que tuviera suficiente maniobra para realizar operaciones importantes en el portafolio de manera ágil, para preservar las ventajas de la figura.

2. Los ordenantes de inversionistas profesionales, clasificados como tal por el intermediario de valores en concordancia con la definición establecida en el artículo 7.2.1.1.2 de este Decreto o las normas que lo modifiquen o sustituyan, podrán realizar todas aquellas operaciones y/o actos autorizadas para el cliente, de acuerdo con su perfil de riesgo, y sin límite de cuantía.

3. El ordenante designado por cualquier clase de cliente no podrá realizar las siguientes operaciones y/o actos a nombre de éste:

- a. Modificar los datos de contacto del cliente, su información financiera y contable, su perfil de riesgo, su clasificación, y demás información relacionada con las labores de conocimiento del cliente del intermediario de valores.*
- b. Solicitar el envío de la información necesaria para que el cliente conozca el estado de sus inversiones, tales como extractos y papeletas de bolsa, a una dirección diferente a la suministrada por él mismo al intermediario de valores. Sin perjuicio de lo anterior, el ordenante podrá solicitar que también se le envíe copia de dichos documentos a la dirección que suministre para el efecto.*
- c. Suscribir a nombre del comitente pagarés y/o cartas de compromiso o cualquier otro tipo de documento para garantizar diferentes tipos de operaciones, tales como operaciones repo, simultáneas, transferencias temporales de valores (TTV) y las demás que exijan este requisito.*
- d. Designar a un tercero como ordenante de la cuenta del cliente.*
- e. Ordenar el traslado o distribución de recursos y/o valores de la cuenta del cliente hacia la suya propia o la de cualquier tercero.*
- f. Utilizar los recursos y/o valores de la cuenta del cliente para garantizar sus operaciones o las de cualquier tercero.*
- g. Suscribir contratos de ruteo electrónico de órdenes con el intermediario de valores a nombre del cliente.*

De manera previa a la realización de cualquier operación instruida por el ordenante, el intermediario de valores estará obligado a verificar las facultades de éste para impartirla, y en el caso de los clientes personas jurídicas, deberá verificar además que el representante legal del cliente que designó el ordenante se encontraba facultado para el efecto al momento de realizar dicha designación.

Los intermediarios de valores deberán en todos los casos advertir en los respectivos formatos de designación de ordenantes a sus clientes que las actuaciones de los ordenantes, si han sido debidamente designados y actúan dentro de sus facultades, comprometen u obligan al cliente de la misma forma que si el cliente actuara directamente. Lo anterior con el fin de que los clientes valoren el riesgo y asuman la decisión de manera adecuada.

En caso que el ordenante designado por el cliente actúe por fuera de las facultades que le fueron conferidas, el cliente deberá responder ante terceros por las operaciones y/o actos realizadas por su ordenante. Sin embargo, el cliente solamente será responsable por las infracciones a la normatividad vigente derivadas de las operaciones y/o actos realizadas por su ordenante si las mismas hubieren podido ser conocidas por un cliente con la diligencia de un buen hombre de negocios al momento de su comisión.

Lo anterior sin perjuicio de la responsabilidad que pueda asistirle al ordenante por su actuación.

Como puede observarse, lo primero que se plantea en la norma es una definición de la figura de ordenante que permita una conceptualización clara de la misma; este punto se consideró importante para que la figura sea conocida y entendida por más personas en el mercado, lo cual a su vez puede que incentive su participación a través de ésta. Adicionalmente, esta definición es concordante con las demás disposiciones dispersas que existen relacionadas con la figura, en particular con la definición adoptada en el artículo 51.12 del Reglamento de AMV, según se explicó en el capítulo 2 de este trabajo.

También, se resalta que la relación entre el cliente y el ordenante se rige por las normas del mandato con representación para que a partir de estas se derive la responsabilidad del cliente frente a las operaciones y/o

actos realizadas por su ordenante, y la del mismo ordenante en casos de extralimitación de sus facultades o en actuaciones realizadas en ausencia de éstas. Por esto mismo, al final de la norma se recalca la posibilidad de que el cliente repita contra su ordenante en los casos en los que sea posible atribuirle algún tipo de responsabilidad a éste, particularmente de naturaleza civil. Además, se dispone la forma en que debe ser correctamente designado el ordenante y el momento de hacerlo.

En segundo lugar, se hace una previsión para evitar los posibles conflictos de interés que pueda suscitar el hecho de que un funcionario del intermediario sea a su vez ordenante del cliente, de manera que no haya lugar a una decisión del funcionario de privilegiar el interés de uno u otro en determinada operación, más con el conocimiento que tiene el funcionario de la operatividad interna del intermediario que puede llevar a un manejo discrecional del portafolio del cliente.

En tercer lugar, se establece la posibilidad de que el cliente establezca unas reglas para el actuar de sus ordenantes cuando son varias personas, dejando claro que debe privilegiarse las instrucciones de cliente, quien es el que soporta los efectos económicos de las operaciones en su portafolio.

En cuarto lugar, la norma adopta una de las buenas prácticas señaladas por AMV¹²⁷ para evitar que se presenten conflictos de interés entre el ordenante y los diferentes clientes que representa éste.

En quinto lugar, se presenta uno de los componentes fundamentales de la norma *por defecto* propuesta que es la definición de un catálogo de facultades de los ordenantes, el cual es totalmente modificable por el cliente en el momento de la designación de su ordenante en el formato dispuesto para el efecto por el intermediario de valores, quien se encuentra obligado a presentárselo a cliente, so pena de incumplir sus deberes y encontrarse sujeto a las sanciones correspondientes. En todo caso, si el intermediario no le presenta al cliente un formato donde se informe el contenido de la norma, según lo establecido en el Anexo No. 02, se entenderá que éste solamente aceptó que su ordenante realizara las operaciones y/o actos

¹²⁷ AMV. Manual de Buenas Prácticas. Recomendaciones en materia de “ordenantes”. Edición No. 4 Junio de 2011. Disponible en: <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/practicasNo4.pdf>

autorizados en la norma *por defecto*, al igual que sucedería con cualquier otra norma de carácter supletivo, y su régimen de responsabilidad estará acorde con esto.

Por otra parte, es pertinente resaltar que este catálogo de facultades se basa en la clasificación establecida por la normatividad entre cliente inversionista e inversionista profesional. Esta clasificación permite que existan criterios objetivos precisos de diferenciación entre los clientes, acordes a su conocimiento del mercado de valores, el monto sus activos, el monto de sus operaciones y el nivel de protección dispuesto por el ordenamiento a uno y a otro, en particular en cuanto al deber de asesoría y mejor ejecución de los intermediarios de valores.

Ahora bien, se resalta que para los ordenantes de los clientes inversionistas se establecen cuatro clases de limitaciones: i) al tipo de valores sobre los cuales pueden realizarse operaciones, que son solamente aquellos frente a los cuales se considera que hay mayor información en el mercado; ii) a la cuantía de dichas operaciones, que aunque es un criterio arbitrario, pretende darle un margen considerable de acción al ordenante para darle dinamismo al mercado sin que pueda comprometer de manera total los activos del comitente; iii) el perfil de riesgo del cliente que debe ser establecido por el intermediario según el estudio que haga del mismo; y iv) los límites legales particulares que existan para las operaciones, por ejemplo, para las operaciones repo, simultáneas y de transferencia temporal de valores (TTV) se expidieron reglas particulares en el Decreto 2878 de 2013 el cual adicionó el Capítulo 2 al Título 3 del Libro 36 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010.

Estas limitaciones son reducidas frente a los inversionistas profesionales precisamente por las características particulares de este tipo de clientes, quienes tienen más experticia en el mercado y probablemente manejen estrategias de inversión más complejas con diferentes objetivos temporales que requieren de mayor discrecionalidad para su ordenante para realizar multiplicidad de operaciones.

Ahora bien, en el numeral 3 de la norma propuesta se indica una serie de operaciones y/o actos que no puede realizar el ordenante a nombre del cliente dado que las mismas se alejan del objeto del mandato conferido por el cliente y pueden llevar a manejos irregulares en su portafolio, toda vez que implican una distorsión en la relación del cliente y su intermediario de valores, en particular frente a su perfil de riesgo u operaciones autorizadas, o le impiden al cliente conocer información exacta sobre su portafolio, o posibilitan la utilización indebida de sus activos a favor de terceros o del mismo ordenante.

Finalmente, se establece el otro componente fundamental de la norma *por defecto* que es la regla de responsabilidad objetiva, la cual está construida sobre la base de que el catálogo de facultades del ordenante serán los límites de su mandato atendiendo a las características particulares del cliente.

Nótese que en todo caso se pretendió presentar la responsabilidad del cliente de manera tal que el efecto marco que produzca la norma sea el deseado, es decir, que se planteó de una forma positiva que incentive la utilización responsable de esta figura, advirtiendo desde el comienzo al cliente de los riesgos que asume según las decisiones que adopte en relación con las facultades de su ordenante para que haga su análisis costo –beneficio sobre ésta. Así, por ejemplo, independientemente de las consideraciones jurídicas del caso, el cliente puede determinar que los beneficios que recibe por la utilización de la figura son superiores si no se adopta ninguna precaución y simplemente se asume el daño esperado.

Adicionalmente, como se anticipaba anteriormente, por el principio de finalidad y con miras a preservar la confianza de los participantes de buena fe en el mercado, los recursos, valores y garantías del patrimonio del cliente comprometidas en estas operaciones con terceros de buena fe no podrán verse afectadas por las limitaciones de las facultades del ordenante, por lo cual, éstas tendrán que destinarse obligatoriamente al cumplimiento de la operación, así la realización de la misma encontrara por fuera de las facultades del ordenante. Situación diferente sería la que se presenta si la contraparte de la operación es el ordenante o el intermediario a sabiendas de que éste carecía de las facultades para el efecto, en cuyo caso si bien el cliente

deberá cumplir la operación en el mercado, posteriormente podrá repetir en contra de estos y reclamar los posibles perjuicios ocasionados por la situación.

No obstante, la responsabilidad del cliente por las infracciones ocasionadas por operaciones y/o actos realizados por su ordenante solamente se presentará en dos hipótesis:

Primera, si las operaciones y/o actos infractores se encontraban dentro del catálogo de facultades del ordenante, sea el de *por defecto* o el modificado por el cliente, como quiera que estos se encontraban dentro de la órbita de responsabilidad del mismo, y no es posible admitir en este caso que existe una causa extraña que rompe el nexo de causalidad que permite la atribución de la responsabilidad objetiva, toda vez que el ordenante estaría actuando a nombre y por cuenta del mandante. Adicionalmente, en este caso sería el comitente quien está en la mejor posición para adoptar las precauciones necesarias para evitar que su ordenante utilice sus facultades en la comisión de infracciones en el mercado de valores, por ejemplo, monitoreando sus actividades. También, él es quien tiene más información que le permite estimar el riesgo asociado al nombramiento de una determinada persona. Es así como siempre que la utilidad extra que le signifique nombrar un ordenante al comitente sea superior a los costos de la precaución más el valor del daño esperado hará uso de esta figura.¹²⁸ En contraste, para la autoridad administrativa resultaría muy costoso verificar para cada uno de los clientes con un ordenante sus facultades y, el adoptar ciertas precauciones para evitar el daño, como la ratificación de los actos del ordenante por el comitente, implicaría una desnaturalización de la figura.

Segunda, si las operaciones y/o actos infractores no se encontraban dentro del catálogo de facultades del ordenante, pero la autoridad administrativa puede probar, así sea a través de medios de prueba indiciarios, que el cliente podía conocer dichos actos y/o operaciones de su ordenante con una diligencia de un buen hombre de negocios, y aun así no revocó su mandato antes de que comenzare la respectiva actuación administrativa sancionatoria. En esta hipótesis se modula en cierta medida la responsabilidad objetiva para

¹²⁸ SHAVELL, Steven, Foundations of economic analysis of law, Harvard University Press, 2004, pág. 196.

que se tome en consideración la regla de quién está en mejor posición para realizar un análisis costo – beneficio y minimizar los costos de evitar el daño. En este sentido, si el comitente adoptando un cierto grado de precaución correspondiente a la diligencia referida estaba en la posibilidad de conocer lo suficiente sobre la extralimitación de su ordenante, máxime cuando el intermediario tiene el deber de seguir informándole sobre el estado de su portafolio al cliente según lo prescribe la norma, y podía revocar el mandato conferido a éste para evitar el daño, deberá responder porque era quien poseía más información que le permitía realizar el análisis mencionado y manifestarse alguna manera frente a la situación, porque de lo contrario tácitamente ratificó dichos actos y asumió el riesgo derivado de los mismos. Precisamente, la finalidad de esta última hipótesis de responsabilidad es evitar que sean nugatorios los esfuerzos de las autoridades de investigar y sancionar a los verdaderos responsables de las conductas, evitando que puedan esconderse detrás de un ordenante para evadir su responsabilidad.

En contraste, si para el cliente era imposible conocer las operaciones y/o actos realizados por el ordenante, éste se encontraría en una posición en la que sería muy costoso tomar una decisión tendiente a evitar el daño en el mercado de valores o hacer un análisis costo – beneficio de la utilización de la figura dado el problema de riesgo moral, y por tanto, quien deberá asumir la responsabilidad derivada de estos hechos será el ordenante así los efectos de dichas operaciones o actos se hayan radicado jurídicamente en cabeza del comitente. En todo caso, deberá analizarse si el daño esperado amerita una investigación y si los costos de la persecución del responsable no son superiores a éste.

Es importante resaltar que esta norma sirve para mitigar las asimetrías de información de la siguiente manera: i) le proporciona certeza a la autoridad administrativa, a los intermediarios de valores y al mercado en general sobre las facultades que tiene el ordenante, que constituyen a su vez el límite de su mandato, haciendo menos costosa y difícil la supervisión, la prueba e incluso la sanción de los agentes del mercado que incurran en infracciones a las normas del mismo; ii) le indica al comitente sobre qué operaciones y/o actos de su mandante debe ejercer una cierta supervisión o adoptar mecanismos

contractuales o de otra índole para alinear los intereses de su ordenante con los suyos, y le da instrumentos para mitigar el riesgo moral, prohibiendo que la información relacionada con su portafolio sea enviada a una persona diferente a él; iii) incentiva al comitente adoptar dichos instrumentos hasta el nivel de precaución óptimo sea para disminuir el costo total de la ocurrencia del daño o para asumirlo si esto le resulta mejor.

Adicionalmente, la norma de responsabilidad tiene en cuenta que, en general, quien tiene mayor información para hacer un análisis costo – beneficio del uso de la figura es el comitente dado el conocimiento que tiene de su ordenante, de sus facultades y de su portafolio, y además, es quien tiene mayor flexibilidad para adoptar un mayor o menor grado de precaución, según esa información, por lo que en este caso la imputación de responsabilidad objetiva al comitente lleva a resultados eficientes que resultan menos costos para la persecución de infracciones a las normas del mercado de valores. A diferencia de lo que ocurre cuando el comitente no hubiere podido conocer la conducta de su ordenante por fuera de las facultades del mandato, toda vez que en este caso la autoridad administrativa y el mercado en general tiene más información sobre la conducta del ordenante que el mismo comitente, lo que implica que tenga que analizar si es mejor dejar impune la conducta o perseguir directamente al ordenante.

5. CONSIDERACIONES FINALES

Como se observó a lo largo del desarrollo del presente trabajo, hoy en día no existe en nuestro ordenamiento jurídico una regulación clara en punto de la figura del ordenante en el mercado de valores a pesar de que el uso de este instrumento es cada vez más generalizado; aunado a ello tenemos que en la actualidad los operadores jurídicos, particularmente la Superintendencia Financiera de Colombia, han adoptado un sistema de responsabilidad objetiva en virtud del cual se entiende que los comitentes son responsables por las actuaciones que realizan sus mandatarios ordenantes. Estas dos situaciones generan fuertes desincentivos para que las personas acudan a esta figura y, por consiguiente, al mercado de valores, por cuanto un régimen

de responsabilidad como el que se ha acogido pone en riesgo a los inversionistas, quienes no están dispuestos a asumir sanciones administrativas por actuaciones efectuadas por terceros.

Esta circunstancia nos llevó a evaluar la necesidad y conveniencia de que el Estado interviniese vía regulación, a efectos de solucionar esta situación. El examen realizado permitió corroborar, en primer lugar, la presencia de una falla en el mercado producto de un problema de asimetrías en la información, particularmente del riesgo moral que padece el comitente al momento en el que designa a su ordenante, por cuanto aquel desconoce si las actuaciones que este desarrollará se efectuaran dentro del marco normativo que regula a las actividades del mercado de valores, pues, de no ser así, dicho inversionista, en su calidad de mandante, es quien asume toda la responsabilidad en materia administrativa.

Una vez se determinó la presencia de esta falla en el mercado manifestada en un problema de riesgo moral, se examinó la conveniencia de la regulación de la figura del ordenante desde dos perspectivas: (i) una justificación desde la búsqueda de la eficiencia del mercado y el comportamiento racional de los agentes, en donde se encontró que una distribución de la responsabilidad en la parte que sume los menores costos de evitar la ocurrencia de la infracción puede generar ventajas significativas y, de otro lado, (ii) desde la óptica de la economía conductual, en donde se evidenció que la toma de decisiones de los comitentes a la hora de designar a sus ordenantes, está rodeada de heurísticos y sesgos cognitivos que, en ocasiones, no permiten que la toma de decisiones, al momento de configurar el contrato y definir el alcance de las atribuciones y responsabilidades de las partes del mismo, se realicen en escenarios de total racionalidad.

Por todo ello, queda plenamente justificado que el Estado intervenga mediante la regulación de la figura del ordenante, más cuando los comitentes, dados los sesgos y heurísticos encontrados del análisis conductual, no son capaces de tomar decisiones racionales que maximicen su bienestar. Esta circunstancia particular, nos lleva a aproximarnos a los postulados del paternalismo libertario, corriente que encuentra en la intervención estatal una herramienta deseable por cuanto comprende que la toma de las decisiones de los agentes requiere de empujones que pueden dar los arquitectos de la regulación, en todo caso preservando su libertad de elegir.

Bajo dicho contexto, la aproximación metodológica que propone el paternalismo libertario, fundamenta la regulación a través del diseño de una norma *por defecto*. Con ello se salvaguarda la libertad de los agentes, en este caso de los comitentes, a la hora de sopesar y escoger el margen de responsabilidad que desean asumir y los niveles de precaución que están dispuestos a adoptar. En igual sentido, este tipo de norma protege a los inversionistas de las consecuencias adversas que conlleva el actual esquema de responsabilidad objetiva que, como consecuencia de una distribución ineficiente de responsabilidades ante el silencio de las partes del contrato por cuenta de los sesgos y heurísticos inherentes a los agentes económicos, puede generar desincentivos para los participantes de este mercado incluso para permanecer en él.

Finalmente, se planteó una propuesta de norma que intenta resolver las problemáticas identificadas, dándole al comitente un punto de partida concreto sobre las facultades de su ordenante, y una responsabilidad administrativa de acuerdo a éstas, diseñadas a partir de la clasificación legal de clientes inversionistas e inversionistas profesionales. Adicionalmente, para no hacer nugatorios los esfuerzos de la autoridad administrativa, se permitió que fuera posible atribuírsele responsabilidad al comitente por aquellos actos realizados por el ordenante por fuera del mandato sobre los cuales se pudiera probar su conocimiento, evitándose así que se utilice perversamente la figura, y considerando que en este caso el comitente podría asumir costos menores para precaver el daño en el mercado.

BIBLIOGRAFÍA

- ACOSTA BALLESTEROS, J et al, “*INFORMACIÓN ASIMÉTRICA EN LOS MERCADOS BURSÁTILES: UNA GUÍA BREVE DE LA LITERATURA*”, Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa Vol. 6, N° 3, 2000, pp. 53-70, disponible en: <http://www.aedem-virtual.com/articulos/iedee/v06/063053.pdf>
- AKERLOF, George A.. 1970. “The Market for “lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”. *The Quarterly Journal of Economics* 84 (3). Oxford University Press: 488–500. Disponible en: <http://www.jstor.org/stable/1879431>.
- ARMSTRONG, Mark y SAPPINGTON, David, *Recent Developments in the Theory of Regulation*, Department of Economics, University of Florida October 2005. Disponible en: <http://www.econ.ucl.ac.uk/downloads/armstrong/reg.pdf>
- AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. *AMV- DOCUMENTO DE INVESTIGACIÓN* || *DI-06*. Disponible en: <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20110721212059.pdf>
- AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. Concepto número 1283 del 01 de septiembre de 2015.
- Autorregulador del Mercado de Valores. *Manual de Buenas Prácticas. Recomendaciones en materia de “ordenantes”*. Edición No. 4 Junio de 2011. Disponible en: <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/practicasNo4.pdf>
- AVISHALOM, Tor, The methodology of the behavioral analysis of law, *Haifa Law Review*, Vol. 4, julio de 2008.
- BONIVENTO JIMÉNEZ, José Armando. *Contratos Mercantiles de Intermediación*. Ediciones Librería del Profesional. 1996.
- BOTERO, María Paula y ZARAMA, Sofía. *La Economía Conductual: Tendencia Actual En El Análisis Económico Del Derecho*. Revista Universitas No 7: 215-234 / 2010. Disponible en: http://www.javeriana.edu.co/juridicas/pub_rev/univ_est/documents/10MariaPaula.pdf
- TRAIN, Kenneth E., *Optimal Regulation: The Economic Theory of Natural Monopoly*. MIT Press, 1991.
- CALABRESI, Guido, y HIRSCHOFF, Jon, *Hacia un test para determinar la responsabilidad objetiva en el sistema de responsabilidad civil extracontractual*, en *Un vistazo a la catedral*, Ed. Palestra, Lima, 2011 (publicado originalmente en *The Yale Law Journal* Vol. 81, No. 6, mayo de 1972, pp. 1055 a 1085).
- CALABRESI, Guido, y MELAMED, Douglas, *Reglas de propiedad, reglas de responsabilidad e inalienabilidad: un vistazo a la catedral*, en *Un vistazo a la catedral*, Ed. Palestra, Lima, 2011. Disponible en: http://www.cepchile.cl/dms/archivo_1091_666
- CALABRESI, Guido, "Commentary on Toward a Test for Strict Liability in Torts" (1991). Faculty Scholarship Series. Paper 2012. http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/2012
- CABANELLAS, Guillermo. *El análisis económico del Derecho, evolución histórica, metas e instrumentos* compilado en el libro *Análisis económico del Derecho*. Ed. Viviana Kluger. Buenos Aires: Heliasta S.R.L., 2006.
- CHAVARRO GONZÁLEZ, Fabio, LÓPEZ GÓMEZ, Pierre Paolo, RODRÍGUEZ ZÁRATE, Alejandro. “*La regulación sobre protección al consumidor en el mercado financiero colombiano*”. En: Libro CEDE 3 “Relaciones contemporáneas entre Derecho y Economía”. Pontificia Universidad Javeriana. Coedición Grupo Editorial Ibáñez y el apoyo de Cátedra Bancolombia, 2012. ISBN 978-958-716-557-9.
- CEBALLOS HORNERO, David. “*Relaciones en los Mercados Financieros: Complejidad y Arbitraje*”. Universitat de Barcelona – Departament de Matemàtica Econòmica, Financiera i

Actuarial – Facultat de Ciències Econòmiques i Empresariales (UB). Disponible en: <http://diposit.ub.edu/dspace/bitstream/2445/121/1/72.pdf>

- COOTER, Robert y ULEN Thomas. LAW AND ECONOMICS. 3rd. Ed., Ed. Addison Wesley Longman Inc, University of California, Berkeley (2000), (pp 300-327).
- COSTAS, A., y RAMON BORRELL, Joan. *Lecciones de Política Económica. Mercados, Gobiernos y Políticas*, Universitat de Barcelona, 2006.
- Consejo de Estado. Sala de lo Contencioso Administrativo. Sección Tercera. Sentencia del 28 de abril de 2010, Expediente No. 18.562.
- Consejo de Estado, Sala de lo Contencioso Administrativo, Sección Tercera, sentencia del 26 de marzo de 2008, Expediente No. 16.530.
- Consejo de Estado. Sala de lo Contencioso Administrativo. Sección Tercera. Subsección C. CP. Enrique Gil Botero., 29 de marzo de 2012. Radicación: 20001-23-31-000-2000-00048-01 (24.102)
- Consejo de Estado. Sala de lo Contencioso Administrativo. Sección Primera. C.P.: Rafael E. Ostau De Lafont Pianeta. 19 de julio de 2007. Radicación No. 25000-23-24-000-2002-00967-01.
- Consejo de Estado. Sala de lo Contencioso Administrativo, Sección Tercera, Sentencia de 13 de febrero de 2003, C.P. Alíer Eduardo Hernández Enríquez, exp. 12654.
- Corte Constitucional. Sentencia C- 909 de 2012. M.P. Nilson Pinilla Pinilla.
- Corte Suprema de Justicia. Sala de Casación Laboral. M.P. Luis Gabriel Miranda Buelvas. Radicación No. 36606. 22 de enero de 2013.
- Corte Suprema de Justicia. Sala Civil. M.P. Jaime Alberto Arrubla. 12 de junio de 2007. Radicación No. C-0500131030142000-00310-01.
- Corte Suprema de Justicia. Sala de Casación Civil. M.P. William Namén Vargas. 24 de junio de 2009. Referencia: Exp. 11001-3103-020-1999-01098-01.
- Corte Suprema de Justicia. Sentencia del 13 de marzo de 1998, M.P. Luis Gonzalo Giraldo Marín. Expediente: 8570.
- Corte Suprema de Justicia. Sala de Casación Civil. Sentencia del 24 de octubre de 1994. MP: Carlos Esteban Jaramillo GJ CCXXXI, N° 2470 P. 830.
- DAJER BARGUIL, Diana. *Aspectos Fundamentales Del Proceso Penal De Justicia Y Paz A La Luz De La Economía Conductual*, Tesis de Grado. Pontificia Universidad Javeriana, 2011. Disponible en: <http://www.javeriana.edu.co/biblos/tesis/derecho/tesis2011/tesis20.pdf>
- DARI-MATTIACCI, Giuseppe y GAROUPA, Nuno M., *Least Cost Avoidance: The Tragedy of Common Safety*. Journal of Law, Economics, and Organization, Forthcoming; George Mason Law & Economics Research Paper No. 04-27. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=560062
- DIGNAM, Alan & GALANIS, Michael. *Globalization of Corporate Governance*. Abingdon, Oxon, GBR: Ashgate Publishing Group, 2009. ProQuest ebrary.
- FELDMAN, Allan y FROST, John M. *A Simple Model of Efficient Tort Liability Rules*. International Review of Law and Economics 18:201–215, 1998. Disponible en: http://www.econ.brown.edu/fac/allan_feldman/AMF%20Significant%20Published%20Papers/A%20Simple%20Model%20of%20Efficient%20Tort%20Liability%20Rules.pdf
- GORDON, David. *Paternalismo Libertario*. Instituto Misss Hispano, 02 de diciembre de 2013. Disponible en: <http://www.miseshispano.org/2013/12/paternalismo-libertario/>
- JENSEN, Michael C. and MECKLING, William H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* (July 1, 1976). Journal of Financial Economics (JFE), Vol. 3, No. 4, 1976. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=94043>
- JOHNSON, Eric y GOLDSTEIN, Daniel. “Do defaults save lives?”. En: Science Vo. 302. Noviembre de 2003. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1324774

- JOLLS, Christine, SUNSTEIN, Cass R. y THALE, Richard. *A Behavioral Approach to Law and Economics*. Stanford Law Review Vol. 50:1471, 1998. Disponible en: <http://faculty.chicagobooth.edu/Richard.Thaler/research/pdf/behavioralapproach.pdf>
- JONES, Bryan D. *Bounded Rationality* Annu. Rev. Polit. Sci. 1999. 2:297–321. Disponible en: <https://www.princeton.edu/~smeunier/JonesBounded1.pdf>
- JOSSERAND, Louis. *Derecho Civil Obligaciones y Contratos*, Tomo II. Ediciones Jurídicas Europa – América, Reimpresión 1984 Buenos Aires.
- KRUGMAN, Paul y WELLS, Robin. *Introducción a la Economía - Microeconomía*, Editorial Reverté, Reimpresión 2012 Barcelona - España.
- MALETTA, Héctor. *La evolución del Homo economicus: problemas del marco de decisión racional en Economía*. Economía, Vol. XXXIII, N° 65, 2010. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1888366>.
- MANTZAVINOS, C., Institutions, forthcoming in: SAGE Handbook of Philosophy of Social Science (Eds.) Ian C. Jarvie and Jesús Zamora Bonilla, 2009. Disponible en: http://oxfordseminar.org/wordpress/wp-content/uploads/2008/11/mantzavinos_institutions-sage.pdf
- MÁRQUEZ, Carlos Pablo. *Introducción a la relación entre derecho y economía*, en Revista del Centro de Estudios en Derecho y Economía No. 1, Pontificia Universidad Javeriana, 2004.
- Mas - Colell, Andreu, Whinston, Michael D. & Green, Jerry R. *"Microeconomic Theory"*. Oxford University Press, 1995.
- MONROY CELY, Daniel. *TEORÍA PROSPECTIVA, EFECTO MARCO Y LOS MENSAJES DE DISUASIÓN DE CONSUMO DE TABACO EN COLOMBIA*. Revista Universitas No.123 July/Dec. 2011, Bogotá. Disponible en: http://www.scielo.org.co/scielo.php?pid=S0041-90602011000200002&script=sci_arttext
- PERROTINI H, Ignacio. "La Economía de la Información Asimétrica: microfundamentos de competencia imperfecta". Aportes: Revista de la Facultad de Economía – Benemérita Universidad Autónoma de Puebla. Año VII Num. 19 (2002). ISSN (versión Impresa): 1665-1219 (pp. 60).
- POSNER A. Richard. *"Strict Liability: A Comment"* Journal of Legal Studies 205 (1973). Disponible en: http://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3433&context=journal_articles
- POSNER A. Richard. *The Economic Structure of the Law: the collected economic essays of Richard A. Posner*; edited by Francesco Parisi, Economist of the Twentieth Century, 2000. Law and the Theory of Finance: Some Intersections.
- RAMÍREZ, Emilio, POMARES, Ignacio J. y RAMA, Elena. *Análisis Económico Del Derecho: Una Revisión Selectiva De La Literatura Reciente*. En Derecho y conocimiento, vol. 1, Facultad de Derecho. Universidad de Huelva. Disponible en: <http://www.uhu.es/derechoyconocimiento/DyC01/B04.pdf>
- RODRÍGUEZ ZÁRATE, Alejandro. *BEYOND THE RATIONAL CORPORATE GOVERNANCE: THE CASE OF THE NON-RATIONAL RETAIL SHAREHOLDERS*. Disponible en: <http://www.law.uchicago.edu/files/file/rodriguez.pdf>
- SAAVEDRA, Renzo, *Aplicaciones prácticas del behavioral law and economics: ¿superando sesgos cognitivos?*, Asociación Latinoamericana e Ibérica de Derecho y Economía, junio de 2011, disponible en works.bepress.com/renzo_saavedra/40.
- SALANIÉ, Bernard. *The Economics of Contracts: A Primer*, MIT Press, 2da Edición, 2005.
- SCHÄFER, Hans-Bernd y MÜLLER-LANGER, Frank. *STRICT LIABILITY VERSUS NEGLIGENCE*. Universidad de Hamburgo, 2008. Disponible en: http://www.jura.uni-hamburg.de/public/personen/schaefer/strict_liability_versus_negligence.pdf
- SHAVELL, Steven, *Foundations of economic analysis of law*, Harvard University Press, 2004.

- SIFONTES, Domingo. *"Regulación Económica y Agencias Regulatorias Independientes: Una Revisión de la Literatura"*, artículo publicado en la Revista Contribuciones a la Economía. ISSN 1696-8360. Disponible en: <http://www.eumed.net/ce/ds-regulat.htm>
- SPENCE, Michael. *Job Market Signaling*. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 87, No. 3. (Aug., 1973), pp. 355-374. Disponible en: <http://links.jstor.org/sici?sici=0033-533%28197308%2987%3A3%3C355%3AJMS%3E2.0.CO%3B2-3>
- SPULBER, Daniel, *Regulation and Markets*. The MIT Press, 1989.
- SILVA GARCÍA, Fernando. *"Régimen de Responsabilidad de los Administradores de Instituciones Financieras"*, artículo publicado en la revista de Derecho Privado No. 4, de la Universidad Externado de Colombia, 1999.
- STIGLITZ, Joseph y GREENWALD Bruce. *Externalities in Economies with Imperfect and Incomplete Markets*, en The Quarterly Journal of Economics, Volume 101, Issue 2, Mayo de 1986, pp 229-264. Disponible en <http://socsci2.ucsd.edu/~aronatas/project/academic/Stiglitz%20Greenwald.pdf>
- STIGLITZ, Joseph E., Regulación y Fallas (Español) (Diciembre 13, 2010). Revista de Economía Institucional, Vol. 12, No. 23, pp. 13-28, 2010. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1724769>
- STREB, Jorge M., *El significado de racionalidad en economía* en Journal of Applied Economics. Universidad del CEMA, 1998. Disponible en: <http://www.ucema.edu.ar/publicaciones/download/documentos/139.pdf>
- SUNSTEIN, Cass R. y THALER, Richard H. *Libertarian Paternalism Is Not an Oxymoron*. The University of Chicago Law Review V.70, number 4, 2003. Pág. 1161. Disponible en: <http://faculty.chicagobooth.edu/Richard.Thaler/research/pdf/LIbpatLaw.pdf>
- Superintendencia Bancaria. Concepto No. 96031710-2 del 10 de octubre de 1996.
- Superintendencia Financiera de Colombia. Concepto No. 2011010378-001 del 10 de marzo de 2011.
- Superintendencia Financiera de Colombia. Concepto No. 2011010378-001 del 10 de marzo de 2011.
- Superintendencia Financiera de Colombia. Concepto No. 2008051747-001 del 2 de septiembre de 2008.
- Superintendencia Financiera de Colombia. Resolución No. 2231 del 10 de diciembre de 2013.
- Superintendencia Financiera de Colombia. Resolución No. 0766 del 21 de mayo de 2014.
- Superintendencia Financiera de Colombia. Resolución No. 0042 del 13 de enero de 2015.
- Superintendencia Financiera de Colombia. Resolución No. 1362 del 01 de octubre de 2015.
- Superintendencia Financiera de Colombia. Resolución No. 1576 del 11 de septiembre de 2014.
- Superintendencia Financiera de Colombia. Resolución No. 1214 del 04 de septiembre de 2015.
- SUNSTEIN, Cass R. y THALER, Richard H. *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*. Yale University Press, 2008.
- SUNSTEIN, Cass R. CHOOSING NOT TO CHOOSE. Duke Law Journal, Volume 64, 2014. Pág. 40. Disponible en: <http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3776&context=dlj>
- TAMAYO JARAMILLO, Javier. *Tratado de responsabilidad civil*: 2.v. Tomo II. Legis Editores S.A., 2007.
- THE BRIDGE. *Economic Analysis of Alternative Standards of Liability in Accident Law* (s.f.). Disponible en: <http://cyber.law.harvard.edu/bridge/LawEconomics/neg-liab.htm>
- VISCUSI, K Vernon, J y HARRINGTON, J: "Economic of regulation and antitrust". The MIT Press, Second Edition, 1995.

- WRIGHT Joshua D y GINSBURG, Douglas H. *Behavioral Law And Economics: Its Origins, Fatal Flaws, And Implications For Liberty*. Northwestern University School of Law - Law Review Vol. 106 No. 103. Disponible en: <https://www.law.northwestern.edu/lawreview/v106/n3/1033/LR106n3Wright.pdf>

ANEXO No. 01

Formulario de Apertura de Cuenta para Persona Natural y el Registro de Firmas de Global Securities S.A.

Registro de Firmas Global Securities S.A.	
www.globalcdb.com	

NOMBRE DEL CLIENTE O RAZÓN SOCIAL			NÚMERO DE IDENTIFICACIÓN:				
FIRMA CLIENTE TITULAR (PN) REPRESENTANTE LEGAL (PJ)			FIRMA ORDENANTE AUTORIZADO				
ÍNDICE DERECHO			ÍNDICE DERECHO				
NOMBRE	TIPO DE FIRMA		NOMBRE	TIPO DE FIRMA			
ID	A	B	C	ID	A	B	C

Si usted envía los documentos por correo certificado o a través de un tercero, por favor autentique este registro con reconocimiento de firma y huella.

Extraído de: https://www.globalcdb.com/Cmo_invertiry/Persona_Natural_2-4750.html

Formulario de Apertura de cuenta para Persona Jurídica de Ultraserfinco S.A. Sociedad Comisionista de Bolsa



REGISTRO DE FIRMAS AUTORIZADAS

FECHA ACTUALIZACIÓN DE LA TARJETA: DD / MM / AAAA

FECHA DE APERTURA: DD / MM / AAAA

Nombre Titular:	C.C. o Nit.	Número de la cuenta	Ciudad
-----------------	-------------	---------------------	--------

Las personas que a continuación relacionamos se encuentran autorizadas para suscribir, en mi nombre o en la sociedad que represento las operaciones en nuestros negocios con ULTRASERFINCO.

IDENTIFICACIÓN DE FIRMAS			
Firma 1		Firma 2	
Nombre:		Nombre:	
Tipo de Documento: ☐ C.C. ☐ C.E. No. Documento		Tipo de Documento: ☐ C.C. ☐ C.E. No. Documento	
☐ Pasaporte ☐ Otro ¿Cual? _____		☐ Pasaporte ☐ Otro ¿Cual? _____	
			
Firma	Clase: A ☐ B ☐	Firma	Clase: A ☐ B ☐
Huella 1		Huella 2	

Extraído de: https://www.ultraserfinco.com/Formularios/PersonaJuridica_ultraserfinco.pdf

Formato ANEXO VALORES BANCOLOMBIA PERSONA NATURAL

5. INFORMACIÓN DEL (LOS) ORDENANTE (S)

Ordenante es la persona que como MANDATARIA del cliente está autorizada para impartir órdenes en la respectiva cuenta, relacionadas con todas las operaciones legalmente permitidas en el objeto social de VALORES BANCOLOMBIA S.A. COMISIONISTA DE BOLSA, recibir documentos y títulos emitidos en desarrollo de ellas, liquidar inversiones, recibir el producto de las mismas y ordenar pagos a nombre propio o de terceros. La revocación de este mandato deberá ser comunicada por escrito a VALORES BANCOLOMBIA S.A. COMISIONISTA DE BOLSA. En caso de muerte del cliente, VALORES BANCOLOMBIA S.A. COMISIONISTA DE BOLSA, podrá abstenerse de ejecutar las órdenes del mandatario u ordenante.

De conformidad con el artículo 51.12 del Reglamento del Autorregulador del Mercado de Valores AMV, una persona no podrá ser ordenante de más de cinco (5) clientes de la respectiva entidad. Para efectos de este cómputo, no se tendrán en cuenta los casos en los que el ordenante tenga con el cliente, cualquiera de las relaciones indicadas a continuación.

Adicional a estos campos, por tratarse de una persona que se encuentra facultada o autorizada para disponer de los recursos, debe también diligenciar el Formato Único de Vinculación Persona Natural

¿EL ORDENANTE ES ÚNICO PARA TODAS LA CUENTAS MULTIPRODUCTO? ☐ SI ☐ NO			En caso de no ser así, indique para cuál cuenta multiproducto tiene atribuciones el ordenante	
Cuenta Multiproducto	Tipo de Documento de Identificación ☐ C.C. ☐ C.E. ☐ Pasaporte ☐ C. Diplomático ☐ Otro, Cuál?	No. de Identificación		Adicionar Eliminar
Primer Nombre	Segundo Nombre	Primer Apellido	Segundo Apellido	
1 Relación del Ordenante con el Cliente ☐ Padre/Madre ☐ Hermano(a) ☐ Nieto(a) ☐ Cuñado(a) ☐ Socio(a) de la misma sociedad ☐ Otro/Cuál? ☐ Hijo(a) ☐ Abuelo(a) ☐ Suegro(a) ☐ Yerno/Nuera ☐ Empleado compañía(s) del grupo familiar ☐ Cónyuge/ Compañero(a) permanente ☐ Empleado del cliente o de su cónyuge o de su padre o de su(s) hijo(s)				

Extraído de: <http://www.valoresbanco Colombia.com/cs/Satellite?blobcol=urldata&blobheadname1=content-type&blobheadname2=Content-Disposition&blobheadname3=MDT-Type&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobheadervalue2=inline%3B+filename%3Dmyfile&blobheadervalue3=abinary%253B%2Bcharset%253DUTF-8&blobkey=id&blobtable=MungoBlobs&blobwhere=1266523861816&ssbinary=true>

Ruta: <http://www.valoresbanco Colombia.com/> - Formatos - Persona Natural – Actualización - Anexo Valores Bancolombia Persona Natural

Formulario de apertura de cuenta para persona natural de Acciones y Valores S.A. Sociedad Comisionista de Bolsa

REGISTRO DE FIRMAS				Día Mes Año FECHA 		
PERSONAS AUTORIZADAS PARA IMPARTIR ÓRDENES Y FIRMAR (ADJUNTAR FOTOCOPIA DOCUMENTO IDENTIDAD)						
ACLARACIÓN ORDENANTES						
En el evento en que haya designado un ordenante manifiesto expresamente: (I) Que conozco los riesgos que este proceder conlleva, (II) Que faculto al ordenante en forma irrevocable e ilimitada para la realización de cualquier operación así como disponer de los recursos en el mercado de valores o de divisas, y (III) Que acepto los resultados de todos y cada uno de los negocios que éste efectúe. Por lo anterior, ACCIONES Y VALORES S.A. COMISIONISTA DE BOLSA estará exenta de cualquier responsabilidad frente a las consecuencias que se desprendan de los actos de esta persona, incluso de aquellos que se aparten de las normas que regulan el mercado de valores o de las políticas establecidas por la sociedad.						
Nombre y Apellidos			Huella Índice Derecho			
Cédula de Ciudadanía No. _____	Vigencia de la Firma	Firma Conjunta				
Exp. _____	Día Mes Año	SI ☐ NO ☐				
Dirección: _____		Tels./Cel.: _____				
Correo Electrónico: _____			FIRMA			
☐ Empleado ☐ Independiente ☐ Pensionado ☐ Hogar ☐ Rentista ☐ Estudiante ☐ Otro ¿Cual? _____						

Extraído de: https://www.accivalores.com/pdf/P_NATURAL_vinc_2015.pdf

Formulario de registro de productos persona jurídica de Davivienda Corredores S.A.

Personas Autorizadas (Personas autorizadas para impartir órdenes)

Apellidos y Nombres: _____ Cargo _____

Tipo de Identificación CC ☐ | CE ☐ | PP ☐ | No. Identificación _____ Lugar y Fecha de Expedición _____

Dirección _____ Teléfono _____ Celular _____

¿Es usted Parte Relacionada del titular de la cuenta?* SI ☐ | NO ☐ ¿Cuál? _____

Extraído de:

<https://www.corredores.com/Corredores/Library/News/Files/RegistroidedeProductosPersonaJur%C3%ADdica645.PDF>

Formulario de vinculación personas naturales de Credicorp Capital S.A.

4. ORDENANTE/FIDEICOMITENTE (Adjuntar fotocopia del Documento de Identidad al 150%)

- Ordenante es la primera persona que actúa como mandatario del titular de la cuenta quedando autorizado para impartir órdenes relacionadas con todas las operaciones legalmente autorizadas a CREDICORP CAPITAL COLOMBIA S.A. y/o CREDICORP CAPITAL FIDUCIARIA S.A. así como también, a recibir documentos y títulos valores para dar cumplimiento a las operaciones, liquidar inversiones, recibir el producto de las mismas y ordenar pagos a nombre propio o de terceros. Se entiende que el mandato existente entre el ordenante y el titular de la cuenta es celebrado de forma EXCLUSIVA a favor del titular y no del mandatario o de terceros, razón por la cual, en caso de muerte o incapacidad del mandante, se extinguirá cualquier mandato y el ordenante NO podrá continuar impartiendo órdenes, recibiendo valores o liquidando inversiones en la cuenta del titular. **Si usted es el mismo ordenante de su cuenta, no es necesario que diligencie este campo.**
- Expresamente, la designación del ordenante implica el otorgamiento de un mandato del cliente al ordenante para diligenciar y firmar las declaraciones de cambio y demás documentos relacionados con operaciones en moneda extranjera que haya celebrado el cliente, de acuerdo con lo dispuesto en la circular DCIN-83 del Banco de la República, con excepción expresa de los que impliquen modificación o corrección de las condiciones iniciales de las operaciones.

Primer Nombre		Segundo Nombre		Primer Apellido		Segundo Apellido	
Documento ☐ CC ☐ PASP ☐ CE		Número de Documento 		Fecha de Nacimiento DD MM AA		Lugar de Nacimiento	
Dirección Residencia		Ciudad		Teléfono		Celular	
Dirección Oficina		Teléfono		Ocupación / Oficio ☐ Empleado ☐ Independiente ☐ Hogar ☐ Rentista de Capital ☐ Pensionado ☐ Otro, ¿Cuál? _____			

La información aquí suministrada corresponde a la realidad y puede ser verificada por cualquier otro medio. Autorizo expresa e irrevocablemente a CREDICORP CAPITAL COLOMBIA S.A. y CREDICORP CAPITAL FIDUCIARIA S.A. para que obtenga de cualquier fuente y reporte a cualquier banco de datos, la información y referencias que requiera.

Firma Ordenante _____

Extraído de:

https://www.credicorpcapitalcolombia.com/userfiles/file/Otros_2015/Formatos_apertura_cta/Pnatural/FormularioVinculacion P Natural ultima240715.pdf

ANEXO No. 02

Formato para el nombramiento de un ordenante (persona natural o jurídica) para cliente inversionista

En el evento en que haya designado un(os) ordenante(s) manifiesto expresamente que éste (estos) se encuentra(n) facultado(s) exclusivamente para actuar como mi mandatario(s) ante el intermediario de valores para realizar las siguientes operaciones y/o actos a mi nombre y por mi cuenta:

- | | Sí | No |
|---|--------------------------|--------------------------|
| a. Realizar todo tipo de operaciones sobre valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) a través de un sistema de negociación de valores o registrada en un sistema de registro de operaciones sobre valores autorizado por la Superintendencia Financiera de Colombia por una cuantía equivalente al 90% del valor total de los activos del portafolio de inversión del cliente al intermediario de valores, incluyendo tanto dinero como valores, de acuerdo con el perfil de riesgo del mismo establecido por dicho intermediario. | ☐ | ☐ |
| Esta disposición se cumplirá sin perjuicio de los límites legales que existan para la realización de determinadas operaciones. | | |
| b. Realizar operaciones sobre derivados estandarizados que se negocien en un sistema de negociación de valores o que sean registradas en un sistema de registro de operaciones sobre valores autorizado por la Superintendencia Financiera de Colombia con el mismo límite de cuantía señalado en el literal anterior. | ☐ | ☐ |
| c. Realizar operaciones de contado sobre valores listados en los sistemas de cotización de valores del extranjero mediante acuerdos o convenios de integración de bolsas de valores. | ☐ | ☐ |
| d. Realizar inversiones sobre valores extranjeros listados en los sistemas de cotización de valores del extranjero por medio de las sociedades comisionistas de bolsa. | ☐ | ☐ |

Además de las operaciones y/o actos mencionados anteriormente, autorizo expresamente a mi ordenante para que realice las siguientes operaciones y/o actos (espacio de diligenciamiento exclusivo por el cliente):

Conforme a lo anterior, declaro que conozco que **seré responsable por todas las operaciones y/o actos realizados por mi(s) ordenante(s) dentro de las facultades anteriormente concedidas**, los cuales me comprometen y obligan como si su realización la hubiera ordenando yo **directamente**.

Frente a todo lo demás que no se encuentre dispuesto expresamente en el presente formato se aplicarán las reglas contenidas en el artículo 7.2.1.1.7 del Decreto 2555 de 2010 y las de las demás normas que lo modifiquen o sustituyan o complementen.

Primer nombre	Segundo nombre:	Primer apellido:	Segundo apellido:
Tipo de documento: C.C. ☐ Pasaporte ☐ C.E. ☐	Número de documento: _____	Fecha de nacimiento: DD/MM/AAAA _____	Lugar de nacimiento: _____
Dirección de residencia: _____	Ciudad: _____	Teléfono: _____	Celular: _____
Correo electrónico: _____	Ciudad: _____	Teléfono: _____	Ocupación/ oficio: Empleado ☐ Independiente ☐ Hogar ☐ Rentista de capital ☐ Pensionado ☐ Otro. Cuál? _____
Relación del ordenante con el cliente (familiar, cónyuge, empleado, socio, colega, administrador, etc): _____ _____			
Firma del cliente:	Firma del ordenante:		

Formato para el nombramiento de un ordenante (persona natural o jurídica) para inversionista profesional

En el evento en que haya designado un(os) ordenante(s) manifiesto expresamente que éste (estos) se encuentra(n) facultado(s) como mi mandatario ante el intermediario de valores para realizar todas las operaciones y/o actos que tengo autorizadas realizar, de acuerdo con el perfil de riesgo que tengo asignado, y sin límite de cuantía. A excepción de las siguientes (espacio de diligenciamiento exclusivo por el cliente):

Así mismo, declaro que conozco que seré **responsable por todas las operaciones y/o actos realizados por mi(s) ordenante(s) dentro de las facultades anteriormente concedidas**, salvo las excepciones expresamente consagradas en este documento, los cuales me comprometen y obligan como si su realización la hubiera ordenando yo **directamente**.

Frente a todo lo demás que no se encuentre dispuesto expresamente en el presente formato se aplicarán las reglas contenidas en el artículo 7.2.1.1.7 del Decreto 2555 de 2010 y las de las demás normas que lo modifiquen o sustituyan o complementen.

Primer nombre	Segundo nombre:	Primer apellido:	Segundo apellido:
Tipo de documento: C.C. ☐ Pasaporte ☐ C.E. ☐	Número de documento: _____	Fecha de nacimiento: DD/MM/AAAA	Lugar de nacimiento: _____
Dirección de residencia: _____	Ciudad: _____	Teléfono: _____	Celular: _____
Correo electrónico: _____			Ocupación/ oficio: Empleado ☐ Independiente ☐ Hogar ☐ Rentista de capital ☐ Pensionado ☐ Otro. Cuál?
Dirección de la oficina: _____	Ciudad: _____	Teléfono: _____	
Relación del ordenante con el cliente (familiar, cónyuge, empleado, socio, colega, administrador, etc): _____			
Firma del cliente:	Firma del ordenante:		