



Revista de Derecho Privado

E-ISSN: 1909-7794

[mv.pena235@uniandes.edu.co](mailto:mv.pena235@uniandes.edu.co)

Universidad de Los Andes

Colombia

Aguirre Soriano, David Andrés  
LA SUPERVISIÓN DE CONGLOMERADOS FINANCIEROS EN EL MARCO DE LA  
CRISIS BURSÁTIL DEL AÑO 2012

Revista de Derecho Privado, núm. 55, enero-junio, 2016, pp. 1-22  
Universidad de Los Andes  
Bogotá, Colombia

Disponible en: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=360046467007>

- ▶ Cómo citar el artículo
- ▶ Número completo
- ▶ Más información del artículo
- ▶ Página de la revista en redalyc.org



Sistema de Información Científica

Red de Revistas Científicas de América Latina, el Caribe, España y Portugal  
Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso abierto



## **LA SUPERVISIÓN DE CONGLOMERADOS FINANCIEROS EN EL MARCO DE LA CRISIS BURSÁTIL DEL AÑO 2012**

**DAVID ANDRÉS AGUIRRE SORIANO**

Artículo de reflexión

DOI: <http://dx.doi.org/10.15425/redepriv.55.2016.08>

Universidad de los Andes  
Facultad de Derecho  
Rev. derecho priv. No. 55  
enero - junio de 2016. e-ISSN 1909-7794

## **La supervisión de conglomerados financieros en el marco de la crisis bursátil del año 2012**

### **Resumen**

El propósito de este trabajo es observar los mecanismos de intervención del Estado colombiano en los grupos financieros, pues la crisis bursátil del año 2012, advertida por la quiebra de la Sociedad Comisionista de Bolsa Interbolsa S. A., evidencia la necesidad de determinar la idoneidad de tales mecanismos para justificar su permanencia o las reformas a que haya lugar.

**Palabras clave:** instituciones y servicios financieros, mercados financieros en general, derecho y economía, derecho mercantil y regulación.

## **The supervision of financial groups in the frame of the stock market crisis of year 2012**

### **Abstract**

The purpose of this paper is to observe the mechanisms of Colombian state intervention in the financial groups, because the stock market crisis of the year 2012 that it originated by the bankruptcy of the brokerage Interbolsa SA, evidence the need of determine the aptitude of such mechanisms for justify their stay or the reforms that may be required.

**Key words:** Financial Institutions and Services, General Financial Markets, Law and Economics, Regulation and Business Law.

## **A supervisão de conglomerados financeiros no marco da crise bursátil do ano 2012**

### **Resumo**

O propósito deste trabalho é observar os mecanismos de intervenção do Estado colombiano nos grupos financeiros, pois a crise bursátil do ano 2012, advertida pela quebra da Sociedade Comisionista de Bolsa Interbolsa S. A., evidencia a necessidade de determinar a idoneidade de tais mecanismos para justificar sua permanência ou as reformas a que tenha lugar.

**Palavras-chave:** instituições e serviços financeiros, mercados financeiros em geral, direito e economia, direito mercantil e regulação.

# **La supervisión de conglomerados financieros en el marco de la crisis bursátil del año 2012\***

**DAVID ANDRÉS AGUIRRE SORIANO\*\***

## **SUMARIO**

Introducción – I. ANTECEDENTES - II. BREVES CONSIDERACIONES SOBRE EL ACTUAL ESQUEMA DE SUPERVISIÓN – III. ACTUACIONES DEL SUPERVISOR FRENTE A LA CRISIS DEL GRUPO INTERBOLSA – A. *Superintendencia Financiera de Colombia* – B. *Superintendencia de Sociedades* – IV. BREVES CONSIDERACIONES SOBRE LA ORGANIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO EN COLOMBIA – A. *Grupos financieros en Colombia o grupos económicos con figura de holding financiero* – B. *¿Vacíos regulatorios en materia de grupos financieros?* – V. CONCLUSIONES – Referencias.

---

\* Cómo citar este artículo: Aguirre Soriano, D. A. (Junio, 2016). La supervisión de conglomerados financieros en el marco de la crisis bursátil del año 2012. *Revista de Derecho Privado*, (55). Universidad de los Andes (Colombia). <http://dx.doi.org/10.15425/redepriv.55.2016.08>

\*\* Abogado, egresado de la Universidad La Gran Colombia. Especialista en Derecho Comercial de la Universidad del Rosario y maestrando en Derecho Económico con énfasis en Derecho Bancario y Bursátil en la Universidad Externado de Colombia. Correo: [david.aguirre@urosario.edu.co](mailto:david.aguirre@urosario.edu.co), [davico\\_1972@hotmail.com](mailto:davico_1972@hotmail.com)

## Introducción

La crisis bursátil del año 2012, protagonizada por la quiebra de la Sociedad Comisionista de Bolsa Interbolsa S. A. (en adelante Interbolsa SCB) encendió las alarmas en torno a la importancia de los conglomerados financieros para la estabilidad del contexto económico local y global, siguiendo la línea de lo considerado por The Joint Forum en 2012, sobre el deber ser en la supervisión de conglomerados financieros. Igualmente mostró que la mixtura en la composición de tales, donde concurren actividades reguladas y no reguladas, advierte los desafíos para la supervisión específica de conglomerados.

En el marco de la crisis bursátil protagonizada por Interbolsa SCB resulta incompatible con la finalidad de la gestión encomendada constitucional y legalmente a los organismos de regulación y supervisión, que estos se limiten a una efectiva reacción, cuando presuntamente se ha fallado en el cumplimiento del servicio. De ahí que es importante revisar los actuales esquemas, pues son un hecho notorio los resultados conocidos.

La *regulación*, la *supervisión* e incluso el ejercicio de la función de *autorregulación* radicada en un particular por autorización expresa de la ley, que son los instrumentos con los cuales el Estado interviene en el sector financiero, se enfrentan a cómo hacer de este un sistema más resistente y estable. Por lo tanto, la crisis del año 2012 debe tenerse como la oportunidad de plantear diferentes visiones acerca del rol del Estado en esta materia, en aras de

contribuir desde la academia a la consecución de los fines misionales previstos, mediante balances y diagnósticos que lleven a disminuir la ocurrencia de nuevos eventos de este tipo. Lo anterior, a su vez, busca concatenar armónicamente un panorama de planteamientos extraídos de reconocidos sectores de la academia, pues ya transcurridos más de tres años desde el acontecer de la crisis objeto de estudio es pertinente empezar a consolidar algunas tesis.

La supervisión en cuanto a su efectividad está supeditada a la idoneidad de la regulación que la soporta, por consiguiente los componentes de la supervisión de la Superintendencia Financiera de Colombia en materia de grupos financieros deben extenderse a facultades de vigilancia sobre estos mediante reformas legislativas, y en cuanto a operaciones bursátiles, tal como lo ha venido adoptando el regulador, es necesario avanzar hacia un modelo de regulación basada en riesgo, que imponga límites en las operaciones de especulación.

El debate se organiza planteando los antecedentes académicamente relevantes que precedieron la crisis objeto de estudio; pasando a describir brevemente el actual esquema de supervisión adoptado con el Decreto 4327 de 2005 “por el cual se fusiona la Superintendencia Bancaria de Colombia en la Superintendencia de Valores y se modifica su estructura”, presentando un panorama de la actuación por parte del Gobierno Nacional; continuando con la observación y el análisis de la actual organización del sistema financiero en Colombia, así como de la normativa en materia de grupos

financieros, para establecer finalmente las respectivas conclusiones.

## I. ANTECEDENTES

Para contextualizar la crisis bursátil del año 2012 e ilustrar la problemática de los conglomerados dentro del ordenamiento jurídico colombiano resulta pertinente enunciar en este apartado algunas descripciones técnicas de los hechos acontecidos.

Según estudios del profesor Camilo Díaz (2013), coordinador de la Unidad de Análisis del Mercado Financiero (UAMF), adscrita a la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Colombia, Interbolsa SCB ocupó el primer lugar en utilidades en el país, con ganancias de catorce mil setecientos nueve millones de pesos para el cierre del tercer

trimestre del año 2012. Interbolsa SCB era parte del Grupo Interbolsa, donde también estaban firmas comisionistas de bolsa en Brasil, Panamá y Estados Unidos; una sociedad administradora de inversión (SAI), Acercasa, que era un intermediario de seguros y portafolio de inversiones propias, entre ellas precisamente se contaban sus posiciones en acciones de Fabricato (Díaz, 2013).

Interbolsa SCB venía realizando operaciones repo con la acción de Fabricato, las que eran renovadas una vez llegado su vencimiento con nuevas operaciones repo, así las cosas Interbolsa SCB acumuló repos sobre acciones de Fabricato por trescientos mil millones de pesos los que eran fondeados utilizando la liquidez provista por el mercado (Díaz, 2013).<sup>1</sup>

En la semana que inició el 29 de octubre del 2012 Interbolsa SCB incumplió una operación

---

1. Según el profesor Camilo Díaz, la crisis del año 2012 le mostró al regulador colombiano que los mercados son volátiles e inestables, así mismo que el mercado global no cuenta con un sistema de alertas tempranas que pueda avisar posibles desbalances en el mercado, verbigracia el mercado accionario no cuenta con un índice de REPOS en relación con la capitalización del mercado, al igual tampoco hay regulación sobre el monto máximo de apalancamiento de una persona natural o jurídica (Díaz, 2013).

El Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) como regulador económico y la Bolsa de Valores de Colombia como administradora del mercado de valores, deben idear indicadores de riesgos que permitan detectar fácilmente la presencia de apalancamientos excesivos en el mercado, formular límites al apalancamiento con relación a la capitalización bursátil del mercado y de cada especie en particular, e incluso permitir que sea la Cámara Central de Riesgo de Contraparte quien liquide y compense las operaciones REPO, evitando el incumplimiento de alguna de las partes en la operación (Díaz, 2013).

En efecto, hacia el 10 de mayo de 2013 el MHCP anunció que la regulación en materia de REPOS ya no estaría en cabeza de la Bolsa de Valores de Colombia y pasaría a estar a cargo de dicho Ministerio, haciendo énfasis en aspectos tales como el régimen de garantías, pues en adelante solo podrán utilizarse como garantías para operaciones REPO títulos TES, acciones de alta bursatilidad que formen parte de un índice bursátil o dinero en efectivo; además dichas garantías deben encontrarse libres de cualquier gravamen. De implementarse esta medida evidentemente se reduce el apalancamiento, pues los títulos que fueron adquiridos con liquidez provista por operaciones REPO ya no pueden ser usados para nuevas operaciones REPO como garantía. Este anuncio se presentó como el contenido de un proyecto de decreto, que desembocó en la expedición por parte del MHCP del Decreto 2878 del 11 de diciembre del 2013 (Díaz, 2013), “Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en relación con las operaciones de reporto o repo, simultáneas y transferencia temporal de valores y se dictan otras disposiciones” (MHCP, 2013).

de crédito intradía con uno de los principales bancos del país por veinte mil millones de pesos, lo que originó la intervención por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia; a la vez los directivos de esta manifestaron que la compañía atravesaba una “restricción temporal de liquidez”, lo que evidenciaba que en efecto la firma no disponía de los fondos necesarios para cumplir las obligaciones frente a sus contrapartes (Díaz, 2013).

De otro lado, el que la misma Sociedad Comisionista de Bolsa se apalancase en la acción de su matriz, evidencia que los repos constituyeron el eje central de la estrategia de la compañía y que lo ocurrido con Fabricato, que desencadenó la caída del grupo, no fue algo aislado sino la réplica de una serie de prácticas que se venían realizando (Valencia, 2014).

Llegaron a realizarse operaciones de liquidez y manejo de recursos entre las mismas empresas del Grupo Interbolsa a través de Interbolsa SCB, es decir, operaciones intraholding (Díaz, 2013).

De igual manera, con el fin de apoyar la liquidez de la sociedad matriz del Grupo Interbolsa, se utilizó la cartera colectiva Interbolsa Credit, administrada por Interbolsa S. A., Sociedad Administradora de Inversión (en adelante Interbolsa SAI), para desviar los recursos de los inversionistas hacia la sociedad matriz (Valencia, 2014), omitiendo la política de inversión definida para la cartera mediante una triangulación, donde la cartera colectiva le hizo un préstamo

a un tercero y este último, a su vez, prestó estos mismos recursos al Grupo Interbolsa.

Por tales hechos fueron sancionados por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC): el gerente de Interbolsa SAI, mediante Resolución número 2091 de 2014; el gerente de la Cartera Colectiva, mediante Resolución número 2093 de 2014; y la sociedad Interbolsa SAI, mediante Resolución número 2092 de 2014, esta última por encontrar que había preterminado las prohibiciones contenidas en los numerales 3 y 8 del artículo 3.1.11.1.1 del Decreto 2555 de 2010, que prohíbe a las sociedades administradoras de inversión conceder préstamos a cualquier título con dinero de la cartera y apoyar la liquidez de su sociedad matriz de manera indirecta, y por haber faltado al deber de profesionalismo previsto en el artículo 3.1.1.1.2 del Decreto en comento.

Aunque dentro de lo dispuesto por la SFC no se hace referencia expresa a la vulneración de los lineamientos trazados por el artículo 7.3.1.1.1 en cuanto a los deberes generales de los intermediarios del mercado de valores, ni a los numerales 2 y 5 del artículo 7.3.1.1.2 del Decreto 2555 del 2010 en cuanto a los deberes especiales en cabeza del intermediario del mercado de valores en relación con conflictos de interés, y al de separar los activos del cliente de los propios y de los que correspondan a otros clientes, cabe afirmar que en efecto también se configuraron estas faltas por parte de Interbolsa SAI, en su calidad de intermediario del mercado de valores.

## II. BREVES CONSIDERACIONES SOBRE EL ACTUAL ESQUEMA DE SUPERVISIÓN

El Decreto 663 de 1993, Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, contiene las funciones asignadas a las entonces Superintendencias Bancaria y de Valores, disposición que es aplicable siempre que no sea contraria a lo dispuesto en el Decreto 4327 del 2005, por el cual se crea la SFC, como resultado de la fusión de la Superintendencia Bancaria de Colombia en la Superintendencia de Valores.

El Decreto 4327 del 2005 prescribe el objeto y las funciones generales del organismo de supervisión, entre otros aspectos, siendo la Superintendencia Financiera de Colombia la entidad mediante la cual el Presidente de la República ejerce la inspección, vigilancia y control sobre aquellos que realicen las actividades financiera, bursátil, aseguradora, y toda aquella relacionada con el manejo, aprovechamiento o inversión de recursos captados del público. La aludida fusión que dio origen a la nueva entidad es el resultado de lo proyecta-

do en la Ley 964 de 2005, conocida como ley marco del mercado de valores.

De igual manera, la Ley 964 de 2005 establece como funciones adicionales del supervisor del mercado de valores las siguientes: instruir a las entidades vigiladas sobre el adecuado cumplimiento de las normas legales aplicables en la materia, así como señalar criterios y procedimientos que permitan su cabal aplicación; vigilar que sean cumplidas las disposiciones adoptadas por el Banco de la República en relación con las personas sujetas a su inspección y vigilancia permanente; y suspender la negociación de valores, cuando exista temor fundado de daño a los inversionistas o al mercado de valores, entre otras.<sup>2</sup>

De otro lado, la supervisión puede ser realizada bajo dos esquemas: el *especializado* y el *integrado*. El primero se caracteriza por la existencia de varias agencias donde cada una se ocupa de manera especializada de la supervisión de asuntos bancarios, otra de seguros y otra de valores. El segundo se distingue por la

---

2. Durante la coyuntura de la crisis del Grupo Interbolsa, cabe resaltar que por encontrarse configurado el incumplimiento de lo previsto en el literal [c] del artículo 6 de la Ley 964 de 2005, la Procuraduría General de la Nación declaró responsables disciplinariamente a algunos funcionarios de la SFC, por falta grave, a título de culpa grave, por la no adopción de las medidas previstas en la citada normativa, tendientes a evitar el perjuicio a los inversionistas o al mercado de valores y la pérdida de confianza del público (Procuraduría General de la Nación, 2015). Al respecto la norma mencionada preceptúa:

**Artículo 6 - c.** Suspender preventivamente cuando hubiere temor fundado de que se pueda causar daño a los inversionistas o al mercado de valores, una oferta pública en cualquiera de sus modalidades; la negociación de determinado valor, la inscripción de valores, o de los emisores de los mismos en el Registro Nacional de Valores y Emisores; la inscripción de determinada persona en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores; la inscripción de determinada persona en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores.

La posición del organismo de control se fundamenta en que los disciplinados tuvieron conocimiento desde el año 2011 de la posible manipulación del precio de las acciones por parte de Interbolsa SCB, omitiendo el ejercicio de las funciones descritas en la norma citada.

existencia de un megasupervisor, el cual integra las agencias que se ocupan por separado de la supervisión de los distintos mercados financieros (Rosillo, 2004).

Con la Ley 964 de 2005 se establecieron los objetivos y criterios de la intervención del Gobierno Nacional en el mercado de valores, y se fijaron competencias al supervisor, CONCEBIDO COMO UN MEGASUPERVISOR para el sistema financiero amplio, como resultado de la integración de las superintendencias existentes para entonces, que fue proyectada en esta norma (Blanco, 2011).

Así fue como a través del Decreto 4327 de 2005, hoy incorporado en el Decreto 2555 de 2010, se reemplazó el tradicional esquema especializado de supervisión, para tronizarse en el integrado, según las consideraciones consignadas en el Decreto 4327 de 2005. Tal fusión se dio principalmente por las razones que enseguida serán objeto de análisis y crítica:

- Austeridad fiscal: para el entrante gobierno de entonces resultó eficiente disminuir los diecisiete ministerios existentes a trece, naturalmente reduciendo el presupuesto de estos, y pasar a concentrar las funciones de las entonces Superintendencia de Valores y la Superintendencia Bancaria, en una sola entidad.
- Eficiencia administrativa: se persiguió concentrar las funciones no solo de los ministerios suprimidos en nuevos multiministerios creados, sino de las entonces Superinten-

dencia de Valores y Superintendencia Bancaria en una nueva entidad, con el fin de hacer más eficiente la supervisión de los vigilados por las anteriores entidades.

Frente al particular cabe decir que dicha eficiencia administrativa se funda en la tesis consistente en que el esquema de supervisión integrado en una sola autoridad facilita vigilar de manera *comprehensiva y consolidada* a los conglomerados o grupos financieros, incluyendo sus operaciones internacionales, con el fin de prevenir los riesgos sistémicos más efectivamente (Rosillo, 2004).

En el mismo sentido, el Consejo Nacional de Política Económica y Social (Conpes), en documento Conpes 3399 del 28 de noviembre de 2005, justificó la reforma en los profundos cambios que había sufrido el sistema financiero en los últimos diez años, y con esto la dinámica de las operaciones y los riesgos implícitos (Conpes, 2005). Por lo tanto, el ajuste institucional condujo a una transición de la concepción de supervisores diferentes sustentada en la distinción de actividades y agentes que participan en ellas, hacia una institución que reconoce la integración de los mercados y la creciente participación de los distintos agentes del sistema en los mercados de activos financieros (Conpes, 2005).

Dentro de los aludidos cambios sufridos en el sistema financiero se resalta la presencia de los conglomerados financieros, quienes requieren de una supervisión altamente

especializada, comprensiva y consolidada, que permita realizar un seguimiento a la dinámica de operaciones intragrupo, que advierta oportunamente situaciones que puedan generar problemas de conglomerado o sistémicos; propósito que es materializable a través de un esquema integrado de supervisión. Por consiguiente, dada la evidente integración del sistema, no resulta favorable que la supervisión continúe segmentada en dos superintendencias (Conpes, 2005).

Sin embargo, en contraposición a tal tesis, también es dable decir que se diluyó la especificidad técnica y organizativa para la supervisión de los mercados financieros, en cuanto a riesgos y demás factores, necesaria para el *mercado de dinero* al cual pertenecen los establecimientos de crédito y para el *mercado de capitales* al cual pertenecen los intermediarios del mercado de valores.

- Duplicidad de funciones con otras entidades del orden nacional: es posible que esta sea una razón que desde la pretensión de evitar el arbitraje regulatorio —que es la posibilidad de escoger entre uno u otro cuerpo regulatorio proferido por autoridades estatales diferentes, que se ocupan de una misma materia— resulte pertinente, pero lo cierto es que el mercado de capitales, al cual pertenecen los intermediarios del mercado de valores en su calidad de vigilados, tiene como negocio una estructuración muy diferente al mercado de dinero. Tan es así que la misma definición lo dice todo:

*Mercado de capitales* es aquel en el que se realizan operaciones con un plazo superior a un año, donde los instrumentos principales son los bonos y las acciones emitidas directamente por las empresas, caracterizado por ser desintermediado y *mercado de dinero* es aquel en el que se realizan inversiones y operaciones de financiación con un plazo inferior a un año, caracterizado por ser intermediado (Serrano, 2007, p. 23).

Según la doctora Constanza Blanco (2011), pese a la necesidad de considerar el mercado en forma amplia, la conveniencia de tal fusión queda en entredicho, dada la disímil naturaleza de los segmentos del sistema financiero, el intermediado o bancario y el no intermediado o de valores.

### III. ACTUACIONES DEL SUPERVISOR FRENTE A LA CRISIS DEL GRUPO INTERBOLSA

En el marco de la mencionada crisis la Superintendencia Financiera de Colombia y la Superintendencia de Sociedades han actuado, por un lado, desde la adopción de institutos de salvamento y medidas de intervención, y por otro, desde la apertura de procesos concursales, situaciones que serán descritas a continuación.

#### A. Superintendencia Financiera de Colombia

El día 2 de noviembre de 2012, la Superintendencia Financiera de Colombia emitió la Reso-

lución 1795 de 2012, “por la cual se adopta la toma de posesión inmediata de los bienes, haberes y negocios de la sociedad comisionista de bolsa INTERBOLSA S. A.”, invocando la causal prevista en el artículo 114, inciso 1º, literal a), del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (EOSF), por considerar que en efecto la sociedad intervenida había *suspendido el pago de sus obligaciones*. Dicha toma de posesión se adoptó con el fin de establecer si era posible colocar la entidad en condiciones de desarrollar adecuadamente su objeto social; si se podían realizar otras operaciones que permitieran lograr mejores condiciones para que los inversionistas pudieran obtener el pago total o parcial de sus acreencias; o si debía ser objeto de liquidación forzosa administrativa, disponiendo las medidas preventivas obligatorias del artículo 9.1.1.1.1 - numeral 1, del Decreto 2555 de 2010, en aras de proteger de manera efectiva los derechos de los inversionistas, y la confianza y la seguridad del público en el mercado de valores. Cabe señalar que en este acto administrativo, el ente supervisor consideró inviable e improcedente la adopción de los institutos de salvamento del artículo 113 del EOSF, que fueron contemplados, (desmonte progresivo; fusión; cesión total o parcial de activos, pasivos y contratos y enajenación de establecimientos de comercio a otra institución; administración fiduciaria; exclusión de activos y pasivos; vigilancia especial; y programa de recuperación) en aras de evitar la toma de posesión, lo que motivó la determinación adoptada.

Siguiendo el orden cronológico, cabe destacar que el día 6 de noviembre de 2012, el ente

de supervisión profirió la Resolución 1796 de 2012, “por la cual se autoriza una cesión de activos, pasivos y contratos de la sociedad comisionista de bolsa Interbolsa S. A.” en observancia del artículo 9.1.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, en concordancia con el artículo 291 del EOSF, que autoriza al ente de supervisión a incluir dentro de las medidas que adopte en el marco de una toma de posesión, institutos de salvamento de la confianza pública. Una vez explorados otros institutos de salvamento que se pudieran adoptar en el marco de la toma de posesión, como la fusión o la capitalización, sin hallar disponibilidad en el mercado y en los accionistas, se encontró que para la situación de liquidez, el número de clientes y los compromisos pendientes de la sociedad comprometida, la alternativa más pertinente era la cesión de activos y pasivos, procediendo el ente de supervisión a autorizar dicha cesión de activos, pasivos y contratos de Interbolsa SCB a Bancolombia S. A., referida a las posiciones contractuales en operaciones de compra y venta de valores, simultáneas y repo que tienen como objeto títulos “TES Clase B y TES denominados en UVR”, con el propósito de que la mencionada sociedad cesionaria sustituya a la sociedad comisionista de bolsa objeto de intervención, en el cumplimiento futuro de operaciones, en aras de asegurar el funcionamiento del mercado de deuda pública.

Posteriormente, el día 7 de noviembre de 2012, el ente de supervisión dentro del término de dos meses con que contaba para evaluar la situación financiera de la sociedad intervenida y determinar si procedía la admi-

nistración o la liquidación forzosa administrativa de Interbolsa SCB, profirió la Resolución 1812 de 2012, “por la cual se ordenó la liquidación forzosa administrativa de la mencionada sociedad comisionista de bolsa”, teniendo en cuenta el concepto proyectado por el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (FOGAFIN), mediante radicado No. 2012094954-069 del 6 de noviembre de 2012; la información remitida por el Agente Especial designado por FOGAFIN para la ejecución de la medida de toma de posesión, mediante radicado No. 2012094954-070 del 6 de noviembre de 2012; así como la conocida y evaluada por el ente de supervisión, con lo que este concluyó que la sociedad intervenida carecía de las condiciones financieras para desarrollar su objeto social, disponiendo las medidas contenidas en el artículo 9.1.1.1.1 y 9.1.3.1.1 del Decreto 2555 de 2010.

### **B. Superintendencia de Sociedades**

El día 16 de noviembre de 2012, el superintendente delegado para procedimientos de insolvencia de la Superintendencia de Sociedades, mediante Auto 400-015955 del 16 de noviembre de 2012 decretó la apertura del proceso de reorganización empresarial, atendiendo la solicitud escrita con número de radicado 2012-01-319059 del mismo 16 de noviembre de 2012, por parte del Superintendente Financiero de Colombia. Esto con arreglo a lo establecido en los artículos 11 y 15 núm. 3º de la Ley 1116 del 2006, la cual dispone que el mencionado proceso de reorganización podrá ser abierto

por solicitud del respectivo superintendente encargado de la vigilancia del correspondiente deudor o actividad, o decretado de oficio por parte de la Superintendencia de Sociedades.

Así mismo, el día 2 de enero de 2013 el superintendente delegado para procedimientos de insolvencia mediante Auto 430-000043 decretó la apertura del proceso de liquidación judicial de los bienes de Interbolsa S. A., sociedad matriz del Grupo Interbolsa, por considerar que el proceso de reorganización como mecanismo recuperatorio no dio muestras de viabilidad, por no haberse traducido en la atención del pasivo causado con posterioridad al inicio del proceso, dando así lugar a la configuración de uno de los supuestos de terminación del mecanismo recuperatorio.

Cabe advertir que este es un proceso concursal de liquidación judicial, adelantado por la Superintendencia de Sociedades, que opera para la sociedad matriz del Grupo Interbolsa, denominada Interbolsa S. A., el cual se debe diferenciar conceptual y jurídicamente del proceso de toma de posesión para liquidación forzosa administrativa, adelantado por la Superintendencia Financiera de Colombia contra la Sociedad Comisionista de Bolsa Interbolsa S. A.

## **IV. BREVES CONSIDERACIONES SOBRE LA ORGANIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO EN COLOMBIA**

La Ley 45 de 1923, originada en la Misión Kemmerer contratada por el Gobierno colombiano

de la época,<sup>3</sup> dio lugar al modelo de sistema financiero de banca especializada, en el cual las entidades financieras se debían especializar según los diferentes tipos de negocio (López y López, 2004). Por su parte, en Estados Unidos de América el desarrollo del modelo de banca especializada se estructura a partir de la *Glass Steagall Act*, inspirada en la crisis de los años treinta, con el propósito de establecer una barrera de fuego entre la banca comercial y la banca de inversión para mitigar el riesgo de contagio (Martínez, 2004).

Hechas las anteriores precisiones, la banca especializada se define como aquella que solo puede realizar determinadas actividades bancarias y bajo determinadas condiciones de plazo, de lo que se colige que a las entidades que por su esencia son especializadas les está vedada la realización de otras actividades de índole financiera, diferentes al giro específico de sus actividades propias (Martínez, 2004). La banca especializada es, precisamente, el modelo opuesto al de banca universal o banca múltiple, entendido este último como aquel en que el marco legal prevé una libertad absoluta para operar en cualquier actividad y bajo cualquier condición de plazo; se caracteriza por la combinación de la banca comercial, esto es la captación y colocación de créditos, y de la banca de inversión, que es la emisión, suscripción, colocación y negociación de acciones y demás valores emitidos por las empresas (Martínez,

2004). Como se verá más adelante, el modelo de banca universal o múltiple es *el que a través de su acepción de grupo financiero, termina implantándose en Colombia*.

Hacia 1990 la economía colombiana entró en un proceso de reformas estructurales, la organización del sistema financiero colombiano dio un viraje desde la banca especializada conformada por entidades separadas para la prestación de distintos servicios financieros hacia un sistema configurado por matrices bancarias con filiales separadas, dentro de la estructura de grupos o conglomerados financieros (Zuleta, 1997).

La Ley 45 de 1990, mediante la que se reordenan las instituciones financieras y la actividad aseguradora, preceptúa que serán los bancos, las corporaciones financieras, las compañías de *financiamiento comercial* y las compañías de seguros de vida y generales las que dentro de este modelo podrán fungir como matrices de filiales de servicios financieros, como son las *sociedades fiduciarias, de leasing, comisionistas de bolsa, almacenes generales de depósito* y sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías. Como se puede ver en el modelo matriz filiales, en la concepción de la Ley 45 de 1990 no se presenta el fenómeno de que la sociedad matriz se encuentre por fuera de la vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia, pues

3. Misión contratada por el Gobierno del entonces presidente Pedro Nel Ospina, y llevada a cabo con la colaboración de cinco expertos, bajo la dirección del profesor Edwin Walter Kemmerer, para que lo asesorara en la aplicación de cambios legislativos en los ramos de hacienda, banca y emisión monetaria (López y López, 2004).

claramente desarrolla la actividad financiera, bursátil y aseguradora; el aludido fenómeno se evidencia cuando aquella sociedad matriz por su actividad económica se encuentra bajo la supervisión de una autoridad diferente, propia del esquema de grupo empresarial, instituido en el estatuto mercantil a través de la Ley 222 de 1995.

#### **A. Grupos financieros en Colombia, o grupos económicos con figura de holding financiero**

El concepto de grupo financiero constituye *una expresión más elaborada del modelo de banca universal o múltiple*, pues el banco puede realizar cualquier otro tipo de actividad financiera a través de sus filiales (Martínez, 2004).

De acuerdo con el planteamiento del doctor Néstor Humberto Martínez (2004), a partir de una institución financiera matriz, y con el concurso de sus filiales, un grupo puede ofrecer en el mercado servicios financieros integrados, actuando de manera conjunta.

Las reformas del Estatuto Mercantil con posterioridad a la Ley 45 de 1990, como la introducida con la Ley 222 de 1995 a la que se hizo referencia con antelación, convierte el modelo colombiano de organización financiera en un *modelo híbrido en el que coexisten los modelos de matrices y filiales con la posibilidad de holdings financieros*, bajo la denominación de grupo empresarial, con autoridades de supervisión diferentes: la Superintendencia Financiera de Colombia y la Superintendencia de

Sociedades, como es connatural a este tipo de esquemas (Zuleta, 1997).

Ahora bien, cuando se habla de *grupo financiero* es porque además de un vínculo de subordinación existe entre las filiales unidad de propósito y dirección para la consecución de un objetivo determinado por la matriz, en virtud de la dirección que esta ejerce sobre el conjunto. El concepto de grupo financiero se caracteriza porque tanto la matriz como las filiales actúan en el sector financiero por regla general, esto es, actividad bancaria, bursátil y aseguradora, tal como es el modelo pensado en la Ley 45 de 1990. No obstante, la reforma del Estatuto Mercantil que trajo consigo el artículo 28 de la Ley 222 de 1995, estableció la figura de grupo empresarial, donde tanto la matriz como las filiales pueden actuar en cualquier sector, lo que para el profesor Luis Alberto Zuleta (1997) dio inicio a la conformación de la figura de *grupo económico*, que es aquel en que las matrices y/o filiales incluyen entidades del sector real, es decir, construcción, transporte, textiles, etc., además de entidades financieras. Concepto asimilable al *holding financiero*, extraído del modelo estadounidense, donde la *holding* es una empresa tenedora o controladora de inversiones, figura que no está regulada en Colombia (Zuleta, 1997).

Según artículo publicado en la *Economic Policy Review*, una compañía *holding* estadounidense es una corporación que controla uno o más bancos; por lo general es propietaria de filiales bancarias que celebran operaciones de captación y colocación, aunque también de sub-

sidiarias no bancarias y extranjeras dedicadas a una amplia gama de actividades comerciales, dentro de las que se resalta la negociación de valores, la suscripción de seguros, la finca raíz, la gestión de fondos de capital privado, las operaciones de *leasing*, los servicios fiduciarios y la administración de activos, entre otros (Avraham, Selvaggi y Vickery, 2012). En el caso colombiano se puede sostener que la sociedad matriz del grupo económico es el equivalente de la compañía *holding*.

Así las cosas, en el *holding* financiero, concurren sociedades independientes con capital y patrimonio propio que prestan distintos tipos de servicios incluidos los financieros y están vinculadas a una sociedad *holding* (Zuleta, 1997).

Es precisamente mediante la *Gramm Leach Bliley Act* de noviembre de 1999, ley a través de la cual se reforma radicalmente la estructura del sistema financiero americano, que se ha vuelto a autorizar que un banco pueda controlar empresas del sector real, incluso que la banca, los seguros y los comisionistas de bolsa puedan actuar simultáneamente a través de un *holding*, en oposición a la tajante separación que había marcado la *Glass Steagall Act*. Dicha normativa estadounidense permitió que los grupos financieros incursionaran en actividades no financieras, a través de dos clases de instituciones: las compañías financieras *holding* y las subsidiarias financieras (Martínez, 2004).

Para el asunto del que se ocupa este trabajo, es pertinente mencionar que la compañía financiera *holding*, aterrizada al caso colombiano como se dijo con antelación, equivale a la sociedad *matriz* o *controlante* de otras sociedades *filiales* o *subordinadas*, las que además del vínculo de subordinación guardan unidad de propósito y dirección para la consecución de un objetivo determinado por la matriz en virtud de la dirección que esta ejerce sobre el conjunto, donde la *holding* podrá realizar cualquier actividad enmarcada en el sector real o el sector financiero.

### **B. ¿Vacíos regulatorios en materia de grupos financieros?**

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 335 de la Constitución Política de Colombia la actividad *financiera*, *bursátil* y *aseguradora*, y cualquiera que involucre la gestión, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público, es de interés público y solo puede ser ejercida con previa autorización del Estado dentro de sus atribuciones de intervención en esta actividad, con arreglo a lo dispuesto en la ley respecto a *supervisión*, *regulación* y *autorregulación*. Es decir, que en el sector financiero los agentes solo podrán realizar las actividades que les estén autorizadas en la ley y actos administrativos, respondiendo a la denominada teoría de los estatutos especiales.<sup>4</sup>

4. Con diferencia de lo que ocurre en el sector real, donde los agentes pueden ejercer toda actividad que no esté prohibida en la ley.

Durante la crisis financiera ocurrida en el año 2012 se suscitaron múltiples inquietudes entre académicos, inversionistas, analistas económicos, entre otros, con respecto a la eficacia de la regulación financiera de ese momento para proteger la estabilidad, seguridad y confianza del público en el sector financiero. Exactamente surgió la preocupación en lo relacionado con la *vigilancia* de las sociedades *matrices o controlantes en los grupos o conglomerados financieros colombianos*, cuando estas por su actividad económica se encuentran bajo la *supervisión* de la Superintendencia de Sociedades u otra autoridad estatal diferente a la SFC.

Con el propósito de facilitar la comprensión de las ideas expuestas en este apartado, resulta pertinente hacer algunas precisiones conceptuales. En primer lugar, una sociedad *matriz o controlante* por lo general es aquella que cuenta con más del cincuenta por ciento de la participación en el capital de otra sociedad que se denomina *filial*, y cumple la función de determinar el poder de decisión de esta última, mientras que la sociedad *filial* se encarga de desarrollar su actividad u objeto social de manera individual pero observando el objetivo trazado por la matriz. Ahora bien, respecto de las mencionadas filiales, cuando además de un vínculo de subordinación existe entre estas unidad de propósito y dirección para la consecución de un objetivo determinado por la matriz en virtud de la dirección que esta ejerce sobre el conjunto, se configura un grupo financiero o un grupo económico, según sea el caso, como se expuso con antelación.

De otro lado, pese a que no existe una definición legal clara en cuanto a las funciones de inspección, vigilancia y control que ejerce la SFC, como sí ocurre con las establecidas respecto de la Superintendencia de Sociedades en los artículos 83, 84 y 85 de la Ley 222 de 1995, según se desprende de las facultades contenidas en los artículos 72 y 73 del Decreto 4327 de 2005 (SFC, 2007), la supervisión de la SFC contiene tres componentes que se pueden definir así:

- (i) *Visitas de inspección*, se realizan a entes sometidos o no a su vigilancia y control, con el propósito de examinar documentos y solicitar información sobre una entidad vigilada (SBC, 2005);
- (ii) *Vigilancia*, es la atribución de velar porque los vigilados se ajusten a la regulación en su constitución, funcionamiento y desarrollo de las actividades que les han sido autorizadas (SFC, 2007); y
- (iii) *Control*, que se divide en *concurrente* y *exclusivo*; el primero es la atribución de la SFC que se reduce a verificar que los emisores de valores que se encuentran bajo la supervisión de otra autoridad estatal ajusten sus operaciones a la regulación del mercado de valores y suministren información en debida forma al mercado; y el segundo corresponde al control que la SFC realiza sobre la actividad de emisión de aquellos emisores de valores que NO se encuentran bajo la supervisión de otra autoridad estatal (SFC, 2007).

En cuanto a los grupos se refiere, cabe resaltar que al 2016 la SFC cuenta con una Delegatu-

ra para Riesgos de Conglomerados y Gobierno Corporativo, quien a través de su Dirección de Riesgos de Conglomerados, en el marco de sus funciones y facultades de supervisión *comprehensiva y consolidada*, puede exigir la consolidación de operaciones y estados financieros, esto es, sociedad matriz + filiales, a dichos grupos (López y López, 2004). Al respecto el artículo 40 del Decreto 4327 de 2005, recogido en el artículo 11.2.1.4.31 del Decreto 2555 de 2010 preceptúa que son funciones de esta delegatura:

1. Supervisar la administración de los riesgos de conglomerados a los que se exponen las entidades vigiladas o controladas derivados de la vinculación con otras entidades, o de las actividades u operaciones que puedan realizar entre sí.
2. Establecer en qué casos procede la consolidación de operaciones y de estados financieros de entidades sujetas a la supervisión de la superintendencia, con otras entidades sujetas o no a la supervisión de la misma.
3. Declarar la situación de control o la existencia de grupo empresarial y ordenar de oficio o a solicitud de cualquier interesado, la inscripción de tales situaciones en el registro mercantil cuando a ello haya lugar.
4. Pronunciarse sobre los estados financieros y demás información consolidada presentada por las entidades supervisadas responsables de la con-

solidación de estados financieros, o sobre las operaciones de un conglomerado, e impartir autorización para su presentación a las asambleas y su posterior publicación, cuando a ello hubiere lugar.

Volviendo al tema de las inquietudes y preocupaciones mencionadas con ocasión de la crisis del año 2012, cabe precisar que a la fecha la SFC a través de sus funciones y facultades de supervisión *comprehensiva y consolidada*, puede practicar visitas de *inspección* a entes *sometidos o no a su vigilancia y control*, incluidas sociedades *matrices*, con el fin de determinar si se dan los requisitos para que estas consoliden sus operaciones y estados financieros con las entidades vigiladas por la SFC o con el propósito de establecer si existen vínculos u operaciones que puedan implicar algún riesgo para estas últimas. Al respecto el artículo 82 de la Ley 795 de 2003, que adicionó el literal f) al numeral 4º del artículo 326 del EOSF preceptúa:

**Artículo 82.** Con el fin de realizar una supervisión comprensiva y consolidada, practicar visitas de inspección a entidades no sometidas a su control y vigilancia, examinar sus archivos y solicitar la información que se requiera para determinar si concurren los presupuestos para que ellas consoliden sus operaciones con entidades financieras o aseguradoras, o si existen vínculos u operaciones que puedan llegar a representar un riesgo para estas últimas.

La SFC cuenta con los elementos para supervisar los grupos financieros, no obstante algunos sectores han advertido un vacío en la regulación, que impide a este organismo adoptar medidas de *vigilancia* sobre sociedades *matrices* que por su actividad económica están sometidas a la supervisión de otra autoridad estatal, pues en la actualidad las únicas atribuciones con que cuenta la SFC para supervisar a estas personas jurídicas son: (i) la *inspección* bajo las condiciones descritas en el párrafo anterior; y (ii) el *control concurrente* cuando son emisoras de valores y están bajo la supervisión de otra superintendencia.

Una eventual reforma legislativa que ponga bajo la *vigilancia* de la SFC aquellas sociedades matrices, permitiría por ejemplo que puedan ser objeto de *toma de posesión* e *institutos (mecanismos) de salvamento*, para que si se ven envueltas en dificultades sea la SFC quien pueda adoptar medidas que eviten un efecto dominó en todas sus filiales.

En el mismo sentido, en Colombia a las *holdings* propietarias del capital accionario de entidades del sector financiero, al no ser reguladas ni sometidas a un nivel de supervisión efectivo por parte de la SFC, por no ser vigiladas, no les son exigibles requerimientos prudenciales, lo cual impide evaluar la gestión integral de los riesgos del conglomerado, lo que en la práctica es insuficiente para que este supervisor pueda realizar de forma efectiva y completa una supervisión comprensiva y consolidada (López, 2013).

Es que cuando una crisis muestra tendencias o adolece características de generalizarse, la intervención oportuna de las autoridades es el mal menor, dados los devastadores efectos que sobre la economía puede significar un colapso financiero de grandes proporciones, pues es muy probable que una solución impuesta por el mercado resulte más costosa que las medidas del Gobierno (Martínez, 2004), siempre que este cuente con las herramientas legales idóneas para enfrentar tales eventos.

Por otra parte, en cuanto a la realización de operaciones de reporto o repo por parte del intermediario del mercado de valores, verbigracia la sociedad comisionista de bolsa, sobre valores emitidos por vinculados, por ejemplo *la sociedad matriz de la sociedad comisionista de bolsa*, enhorabuena el regulador mediante el Decreto 2878 del 11 de diciembre de 2013 le puso límites al intermediario del mercado de valores para realizar este tipo de operaciones sobre valores emitidos por vinculados a este, del mismo modo que limita la concentración en valores de una misma especie emitida por vinculados del intermediario. Al respecto el numeral 5 del artículo 2.36.3.3.2 del Decreto 2878 del 2013 preceptúa:

**Artículo 2.36.3.3.2.** Límites en operaciones sobre valores emitidos por vinculados. El límite máximo de compromisos de operaciones de reporto o repo, simultáneas y transferencia temporal de valores que los intermediarios de valores realicen sobre valores emitidos por sus vincu-

lados por cuenta de terceros, de manera agregada, no podrá ser superior al doscientos por ciento (200%) del patrimonio técnico, calculado de conformidad con el parágrafo 2 del presente artículo.

Igualmente, el límite máximo de compromisos por cuenta de terceros sobre una especie emitida por vinculados del intermediario de valores, no puede superar el cincuenta por ciento (50%) del patrimonio técnico, calculado de conformidad con el parágrafo 2 del presente artículo.

De lo anterior se colige que con la expedición de la precitada normativa, los compromisos asociados a títulos emitidos por entidades vinculadas al intermediario de valores no pueden exceder, en total, el 200% de su patrimonio técnico. En el caso de los compromisos sobre una misma especie emitida por un vinculado, estos no pueden exceder el 50% del patrimonio técnico (Clavijo, 2014).

## V. CONCLUSIONES

La oportuna intervención de la SFC cuando se dio el incumplimiento de un crédito intradía con un banco comercial, por parte de Interbolsa SCB, permitió poner un límite a la creciente crisis. No obstante, se evidenció que el problema no era de solvencia sino de liquidez, pero lo más claro y ostensible es que las limitaciones a las competencias del supervisor no le permitieron actuar con un carácter preventivo sino reactivo, que es la dinámica más usual (Blanco, 2014).

En el marco de la crisis bursátil del año 2012, la SFC ejerció sus facultades de intervención contenidas en el EOSF, ordenamiento que preceptúa que, en el evento de incumplimiento de la SCB, esta Superintendencia puede realizar la intervención, en principio para verificar la viabilidad de la intervenida y establecer su capacidad de generar condiciones para el desarrollo de su objeto social y operaciones, que le permitieran devolver los dineros de los clientes —Resolución 1795 de noviembre de 2012—. Con posterioridad, previo concepto de FOGAFIN, con el fin de realizar la liquidación administrativa de la intervenida emitió la Resolución 1812 de noviembre de 2012, conjurando la crisis sistémica.

Por su parte, la Superintendencia de Sociedades y su papel durante la crisis se derivó de la participación de Interbolsa SCB en un grupo o conglomerado económico, por lo que este ente de supervisión mediante Auto 400-015955 del 16 de noviembre del 2012, i) ordenó la reorganización del Grupo Interbolsa y designó un agente especial para este cometido, ii) realizó una intervención de las firmas que no estaban bajo vigilancia de la SFC para efectos de hacer los balances, liquidar las compañías y recuperar activos con el fin de proteger a los acreedores, esto es, inversionistas de fondos o suscriptores de emisiones realizadas por empresas del grupo en el extranjero, y iii) ordenó la liquidación judicial del Grupo Interbolsa (Blanco, 2014). Esto último según la profesora Blanco (2014) es histórico, pues no existe antecedente que dé cuenta de la liquidación judicial de un emisor de valores que estaba activo en la Bolsa de Valores de Colombia.

La organización actual del sistema financiero pasó del esquema de matrices con filiales puro, que es el instituido por la Ley 45 de 1990, a un esquema de grupo económico implementado por la Ley 222 de 1995, bajo el concepto de grupos empresariales donde las matrices o filiales incluyen entidades del sector real, por lo que no se puede afirmar la existencia en Colombia de grupos financieros puros, como el esquema en el que se enmarca el modelo de matriz y filiales colombiano, dada la presencia de un modelo de matrices y filiales combinado con un *holding*, que se ha venido conformando debido a las normas sobre grupos económicos (Zuleta, 1997).

Someter a la vigilancia de la SFC a las sociedades matrices de grupos o conglomerados económicos es una hipótesis que requiere de un sustento de carácter técnico, pues es imperioso determinar qué tan inminentes son los efectos en una *filial*, cuando la *matriz* o *controlante* sufre una crisis, en el contexto de los grupos colombianos, para justificar la necesidad de una variación en el actual sistema regulatorio.

De acuerdo con la profesora Constanza Blanco (2014), la regulación debe avanzar hacia un modelo basado en riesgos, cuyo propósito es que los agentes que manejan el ahorro público no traspasen una línea de riesgo catastrófico, que ha sido trazada por las autoridades y que bien podría conducir a una crisis sistémica. Esta visión de la regulación plantea que la supervisión *ex post*, donde el supervisor determina el grado de severidad sancionatoria por el

incumplimiento de los estatutos, códigos y reglamentos, da paso a una supervisión *ex ante* en la que se establece la probable magnitud del incumplimiento, que puede ir de leve a severa, y trata de anticiparlo mediante la imposición de límites de exposición al riesgo que permitan pasar de una supervisión con carácter reactivo a una con carácter realmente preventivo. El modelo de regulación basada en riesgo corresponde a una visión de la regulación donde el supervisor pretende que los agentes identifiquen en forma correcta, y mitiguen y controlen adecuadamente el riesgo de sus negocios, lo que permitiría que el supervisor actúe de manera preventiva a la ocurrencia de dichos riesgos (Blanco, 2014).

El Gobierno Nacional mediante la expedición del Decreto 2878 del 11 de diciembre del 2013 asumió esta visión de la regulación en materia de límites al apalancamiento y garantías admisibles en materia de repos, con el propósito de establecer reglas de juego, al igual que mitigar los incumplimientos y los efectos sistémicos.

## Referencias

1. Avraham, D., Selvaggi, P. & Vickery, J. (2012). A Structural View of U.S. Bank Holding Companies. Recuperado de newyorkfed: <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/-media/research/epr/12v18n2/1207avra.pdf>
2. Bank for International Settlements. (September of 2012). *The Joint Forum*.

- Principles for the supervision of financial conglomerates.* Switzerland: Bank for International Settlements.
3. Blanco, C. (Comp.) (2011). *Cinco años de la Ley 964 de 2005: ¿se están cumpliendo sus objetivos?* Bogotá, Colombia: Universidad Externado de Colombia.
  4. Blanco, C. (2014). Órganos de vigilancia y la crisis bursátil de 2012 en Colombia. *Contexto*, (41), 115-141.
  5. Clavijo, S. (Dir.). (8 de abril de 2014). Nueva regulación sobre operaciones repo en Colombia. *Enfoque. Mercado de capitales*, (78). Recuperado de Deceval: [https://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home/Gestion\\_Corporativa/informe\\_de\\_investigacion/2014/Enfoque%2078-14.pdf](https://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home/Gestion_Corporativa/informe_de_investigacion/2014/Enfoque%2078-14.pdf)
  6. Congreso de la República de Colombia. (8 de julio de 2005). Ley 964 del 2005. Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones. DO n.º 45963, 8 de julio de 2005.
  7. Consejo Nacional de Política Económica y Social. (Noviembre 28 de 2005). Documento Conpes 3399. Programa de renovación de la administración pública: reforma de la institucionalidad para la regulación y la supervisión de los mercados financieros.
  8. Díaz, C. (2013). Anotaciones sobre el caso Interbolsa. *UAMF Boletín de noticias* [en línea], (3). Obtenido de fcenew: [http://www.fcenew.unal.edu.co/index.php?option=com\\_content&task=view&id=1474&Itemid=1/](http://www.fcenew.unal.edu.co/index.php?option=com_content&task=view&id=1474&Itemid=1/)
  9. López, D. y López, L. (2004). *Estrategias de regulación financiera*. Bogotá, Colombia: Universidad Externado de Colombia.
  10. López, S. (2013). Expansión internacional de los conglomerados financieros colombianos: Retos para la supervisión. *Revista de Derecho Privado* (50).
  11. Martínez, N. (2004). *Cátedras de derecho bancario colombiano*. Bogotá, Colombia: Legis.
  12. Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2 de abril de 1993). Decreto 663 de 1993. Por medio del cual se actualiza el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y se modifica su titulación y numeración.
  13. Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (15 de julio de 2010). Decreto 2555 de 2010. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones.
  14. Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (11 de diciembre de 2013). Decreto 2878 de 2013. Por el cual se modifica el Decre-

- to 2555 de 2010 en relación con las operaciones de reporto o repo, simultáneas y transferencia temporal de valores y se dictan otras disposiciones.
15. Procuraduría General de la Nación. (2015). Rad. IUS 2012-430 271, IUC-D-2012-792-566144.
16. Rosillo, M. (2004). Arreglos institucionales para la regulación y la supervisión financiera: la integración de la supervisión financiera en Colombia. *Revista de derecho privado*, (32).
17. Serrano, J. (2007). *Mercados Financieros*. Bogotá, Colombia: Ediciones Uniandes.
18. Superintendencia Bancaria de Colombia. Documento de Metodología de Inspección. Noviembre 25 de 2005.
19. Superintendencia Financiera de Colombia. Concepto 2007001419-001. Febrero 6 de 2007.
20. Superintendencia Financiera de Colombia. Resolución 1795 de 2012. Por la cual se adopta la toma posesión inmediata de los bienes, haberes y negocios de la sociedad comisionista de bolsa Interbolsa S. A. Noviembre 2 de 2012.
21. Superintendencia Financiera de Colombia. Resolución 1796 de 2012. Por la cual se autoriza una cesión de activos, pasivos y contratos de la sociedad comisionista de bolsa Interbolsa S. A. Noviembre 6 de 2012.
22. Superintendencia Financiera de Colombia. Resolución 1812 de 2012. Por la cual se ordenó la liquidación forzosa administrativa de la sociedad comisionista de bolsa Interbolsa S. A. Noviembre 7 de 2012.
23. Superintendencia Financiera de Colombia. Resolución 2091 de 2014. Por medio de la cual se resuelve un recurso de apelación interpuesto por el señor Jorge Mauricio Infante Niño, contra la resolución No. 0180 del 3 de febrero de 2014. Noviembre 20 de 2014.
24. Superintendencia Financiera de Colombia. Resolución 2092 de 2014. Por medio de la cual se resuelve un recurso de apelación interpuesto por Interbolsa S. A. Sociedad Administradora de Inversión, hoy en liquidación, contra la Resolución No. 0562 del 10 de abril de 2014. Noviembre 20 de 2014.
25. Superintendencia Financiera de Colombia. Resolución 2093 de 2014. Por medio de la cual se resuelve un recurso de apelación interpuesto por la señora Martha Luz Barrero Carvajal, contra la Resolución No. 0416 del 13 de marzo de 2014. Noviembre 20 de 2014.
26. Superintendencia de Sociedades. Auto 400-015955 de 2012. Por medio del cual

- se decreta la apertura del proceso de reorganización. Noviembre 16 de 2012.
27. Superintendencia de Sociedades. Auto 430-000043 de 2013. Por el cual se da por terminado el proceso de reorganización y decreta la liquidación judicial. Enero 2 de 2013
28. Valencia, G. (2014). *Interbolsa. La historia de una élite que se creía demasiado grande para caer.* Bogotá, Colombia: Semana Libros.
29. Zuleta, L. A. (1997). Regulación y supervisión de conglomerados financieros en Colombia. *Comisión Económica para América Latina y el Caribe* [en línea], (66). Obtenido de Cepal: <http://www.cepal.org/es/publicaciones/regulacion-y-supervision-de-conglomerados-financieros-en-colombia>