BIBLIOTECA JURÍDICA UNIANDINA

Régimen del mercado de valores

Tomo I
Introducción al derecho del mercado de valores

JUAN CARLOS VARÓN PALOMINO
GERMÁN DARÍO ABELLA ABONDANO
(Coordinadores)

Universidad de los Andes
Facultad de Derecho

EDITORIAL TEMIS
OBRAS JURÍDICAS

RÉGIMEN
DEL MERCADO DE VALORES

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

RÉGIMEN DEL MERCADO DE VALORES

Tomo I

Introducción al derecho
del mercado de valores

Universidad de los Andes
TEMIS

Bogotá - Colombia
2017

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

301 páginas: 16 x 23 cm.

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

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

ISBN 978-958-35-1133-2

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

© Juan Carlos Varón Palomino y Germán Darío Abella Abondano
© Felipe Alonso Rincón Ospina, Néstor Camilo Martínez Beltrán, Juan Manuel López, Carlos Aldana Gantiva, Germán Darío Abella Abondano, Néstor Fagua Guauque
© Universidad de los Andes, Facultad de Derecho, 2017.

© Ediciones Uniandes
Calle 19 núm. 3 – 10, oficina 1401
Bogotá, D. C., Colombia
Teléfono: 3394949, ext. 2133
http://ediciones.uniandes.edu.co
infeduni@uniandes.edu.co

© Editorial Temis S. A., 2017.
Calle 17 núm. 68D - 46, Bogotá.
www.editorialtemis.com

ISBN: 978-958-35-1132-5 (La obra)
978-958-35-1133-2 (Tomo I)
2886 20170011900
ISBN e-book: 978-958-774-513-9

Diseño de cubierta: Neftali Vanegas

Universidad de los Andes | Vigilada Mineducación.
Reconocimiento como universidad: Decreto 1297 de 30 de mayo de 1964.
Reconocimiento de personería jurídica: Resolución 28 de 23 de febrero de 1949, Minjusticia.
Acreditación institucional de alta calidad, 10 años: Resolución 582 del 9 de enero de 2015, Mineducación.

Hecho el depósito que exige la ley.
Impreso en Editorial Nomos.
Diag. 18bis núm. 41 - 17, Bogotá.

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

Prefacio

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

TOMO I. INTRODUCCIÓN AL DERECHO DEL MERCADO DE VALORES

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

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

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

TOMO II. EMISIÓN Y OFERTA DE VALORES

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

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

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

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

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

TOMO III. INTERMEDIACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES

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

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

TOMO IV. OTRAS INSTITUCIONES DE LOS MERCADOS DE VALORES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Bogotá, julio de 2016

JUAN CARLOS VARÓN PALOMINO
Profesor Titular Facultad de Derecho

GERMÁN DARÍO ABELLA ABONDANO
Profesor de la Especialización en Legislación Financiera

ÍNDICE GENERAL

Pág.

Prefacio VII
Introducción 1

Capítulo I

ASPECTOS BÁSICOS DEL DERECHO
DEL MERCADO DE VALORES

Sección I. Objetivos y principios internacionales de su regulación

Felipe Rincón Ospina

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

Sección II. Características del derecho del mercado de valores

Néstor Camilo Martínez Beltrán

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

PÁG.

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

Sección III. Las fuentes del derecho del mercado de valores

Néstor Camilo Martínez Beltrán

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

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

Néstor Camilo Martínez Beltrán

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

Sección V. Intervención del Estado en el mercado de valores

Juan Manuel López

PÁG.

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

Sección VI. Arquitectura de los mercados de valores

Felipe Alonso Rincón Ospina

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

Sección VII. Registros públicos del mercado de valores

Carlos Aldana Gantiva

PÁG.

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

ANEXO 1

EVOLUCIÓN Y DESARROLLO NORMATIVO DEL MERCADO DE VALORES EN COLOMBIA

Germán Dario Abella Abondano

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

Anexo 2

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

Germán Dario Abella Abondano

Pág.

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

Capítulo II

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

Néstor Raúl Fagua Guauque

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

Índice de autores 283

Tomo I

INTRODUCCIÓN AL DERECHO DEL MERCADO DE VALORES

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

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

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

Capítulo I

Aspectos básicos del derecho del mercado de valores

Sección I. Objetivos y principios internacionales de su regulación

Felipe Rincón Ospina*

1. Concepto

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

Los objetivos y principios los ha definido la Organización Internacional de Comisiones de Valores - OICV[1], en un documento conocido como "Objetivos y Principios para la Regulación de los Mercados de Valores" (en adelante "los OyP"). La primera versión de los OyP se

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

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

conoció en septiembre de 1998, y constaba de tres objetivos y una treintena de principios. En 2010, y como consecuencia de la crisis financiera internacional, la OICV-IOSCO actualizó estos objetivos y principios[2].

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

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

En esta sección se hará la presentación y análisis de los tres objetivos, apoyándonos en conceptos del análisis económico del derecho, doctrina considerada la más influyente en el desarrollo del pensamiento jurídico de la segunda parte del siglo XX[3], especialmente en los países anglosajones. A partir de nuestra experiencia en la práctica del derecho y la docencia en el mercado de valores, hemos concluido que el entendimiento de los conceptos claves que forman parte de esta doctrina, resulta absolutamente esencial para la comprensión sistemática de la materia y de los retos de política pública que plantean las oportunidades y riesgos característicos de dicho mercado.

Teniendo en cuenta que las jurisdicciones en las que se ha presentado un mayor desarrollo de los mercados de valores corresponden a países del denominado *common law*, es natural que en la práctica de esta especialidad del derecho sea recurrente estudiar fuentes de derecho comparado, con énfasis en la normativa de dichos mercados. De hecho, muchas de las instituciones actuales del derecho del mercado de valores en los países con sistemas jurídicos del derecho civil se han desarrollado a partir de los avances observados en tales jurisdicciones[4],

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

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

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

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

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

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

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

2. Primer objetivo: la protección de los inversionistas

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

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

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

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

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

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

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

Una de las ideas que más ha influenciado la comprensión de los mercados financieros desde fines del siglo XX, es la formulación de la teoría de la agencia por los profesores MICHAEL JENSEN y WILLIAM H. MECKLING, en su artículo sobre la teoría de la firma[5]. Las ideas expresadas en el citado documento son ampliamente reconocidas por haber formalizado con una aproximación académica, la teoría de la agencia como un elemento fundamental para entender las realidades

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

económicas. No obstante, la idea fundamental que subyace la teoría de la agencia ya había sido expresada de manera clara por Adam Smith en la segunda mitad del siglo xviii[6].

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

El problema de agencia se encuentra estrechamente relacionado con el concepto de riesgo moral[7], el cual se presenta cuando existen situaciones en que una persona no asume la totalidad o parte de las consecuencias de sus actos, y estos afectan a terceros. En palabras de Paul Krugman, el riesgo moral es "[...]cualquier situación en la cual una persona toma una decisión sobre cuánto riesgo tomar, mientras que un tercero asume todo el costo si las cosas van mal"[8].

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

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

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

[7] Tom Baker, "On the Genealogy of Moral Hazard", en *Texas Law Review*, vol. 75, núm. 2, diciembre de 1996

[8] Paul Krugman, *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, Nueva York, W. W. Norton, 2008.

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

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

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

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

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

y generales. En el caso de las promesas que subyacen al contrato de sociedad, se ha considerado que uno de los compromisos elementales de los administradores de las sociedades es generar valor para los accionistas[9], el cual corresponde a una de las obligaciones de mayor amplitud que se puedan concebir. Cómo se cumple o mejor, cómo se incumple ese deber, es uno de los temas que ha requerido un elaborado análisis por los estudiosos de la materia.

Así pues, al estudiar el desarrollo del derecho societario se observa que los deberes fundamentales en los cuales se basa la responsabilidad de los administradores son de naturaleza especialmente amplia, a saber, los denominados deberes fiduciarios, o de lealtad y cuidado[10] y, por consiguiente, requieren ser provistos de contenido por los tribunales por medio de la jurisprudencia. El primero hace referencia a la obligación que tienen los administradores de actuar en el mejor interés de los accionistas y no en interés propio, y tiene especial relevancia para el caso en que existen conflictos de interés. El segundo hace referencia al deber de tomar decisiones apropiadas a la luz de la información disponible[11].

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

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

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

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

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

por una serie de instituciones privadas y de mercado, que cumplen de manera más o menos eficiente, esa función de protección de quienes son principales en una relación de agencia y que están sujetos a un mayor riesgo de afectación, como es el caso de los accionistas minoritarios. En otras palabras, los elementos que generan confianza pueden nacer de mecanismos de mercado que surgen espontáneamente y sin necesidad de regulación previa[12]. Comprender esa contribución es fundamental para entender el racional funcionamiento de los mercados.

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

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

B) *Asimetría de información*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

asegurar que las entidades financieras dispongan de suficiente capital y liquidez en todo momento, para honrar efectivamente sus obligaciones con el público. De tal forma se establecen normas orientadas a asegurar que las entidades financieras de depósito cuenten con un capital en la cantidad y calidad suficiente para asegurar la capacidad del sector, y de las entidades individualmente consideradas, de absorber choques de mercado, crisis financieras, requerimientos masivos de desembolsos y circunstancias de similar naturaleza.

Según la teoría "el derecho importa"[14], el problema de asimetría en la información en los productos bancarios se resuelve de manera más o menos efectiva en buena parte del mundo, en razón a que la regulación y supervisión de los intermediarios financieros no requiere un elevado nivel de sofisticación y desarrollo de la regulación y las instituciones locales. En el caso del mercado accionario, y esta puede ser una de las razones que explican su poco desarrollo en muchos países del mundo, se requiere una mayor sofisticación en tales componentes, que permita asegurar una efectiva y real protección a los inversionistas.

En el mercado de acciones[15] el problema de asimetría en la información tiene un impacto sustancialmente mayor, considerando la naturaleza de la obligación a cargo de las empresas emisoras. Como ya señalamos, al emitir acciones, la promesa al público inversionista consiste en la diligente y leal administración de la compañía en el mejor interés de los socios, buscando la creación de valor. Reiteramos pues, que se trata de una obligación de naturaleza fiduciaria cuyo cumplimiento (o incumplimiento) es mucho más complejo de verificar.

En el mercado de valores, la asimetría de información es un problema especialmente serio para los inversionistas, por el tipo y variedad de la información que resultaría relevante para tomar una decisión

[14] Conocida internacionalmente como *law matters*, es una teoría ampliamente reconocida y citada en materias de derecho societario, gobierno corporativo y mercado de valores, desarrollada a partir de los trabajos seminales de RAFAEL LA PORTA, FLORENCIO LÓPEZ-DE-SILANES, ANDREI SHLEIFER y ROBERT VISHNY. Ver: Rafael La Porta, Florencio López de Silanes and Andrei Shleifer, "Corporate Ownership Around the World", en *Harvard Institute of Economic Research*. Paper No. 1840, abril de 1999, disponible en *http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/0022-1082.00115/pdf* [consulta: 28 de marzo de 2016].

[15] Nos referimos especialmente al mercado de acciones dado que el mercado de renta fija tiene unas características que no permiten aplicar este argumento de igual forma. Además, el mercado de acciones es al que acuden por regla general los pequeños inversionistas, mientras que el mercado de renta fija tiene una vocación más institucional, por lo cual es natural que sus participantes sean profesionales o entidades financieras.

de inversión. Entre esta información se encuentra una innumerable y heterogénea cantidad de elementos, dentro de la cual citamos, a título de ejemplo, algunos hechos de gran relevancia en los cuales existe típicamente una gran asimetría de información, como la visión personal de los directivos, la relevancia comercial y estratégica de los secretos industriales, las probabilidades de éxito en casos de patentes, la posibilidad de futuras alianzas estratégicas o reorganizaciones empresariales y el conocimiento especializado sobre los riesgos del mercado del producto.

El tipo de información referida es completamente relevante para comprender la capacidad de la compañía de generar valor para sus accionistas. A este tipo de información tiene acceso directo y continuo la compañía pero no los potenciales inversionistas.

La asimetría de información puede resolverse en parte mediante una obligación de revelación por parte de los emisores a los inversionistas. De hecho, la regulación efectivamente acude a la fórmula de establecer estándares de revelación para asegurar que los inversionistas tengan acceso a la información relevante, que en principio es conocida solamente por los funcionarios del emisor. Por tal razón, es necesaria la elaboración de prospectos para emitir valores y constituir fondos para invertir los recursos del público en el mercado de valores, así como revelar de manera continua la información nueva que se produzca y que pueda ser de interés para los inversionistas en su decisión de compra, venta o conservación de los valores.

Si bien la fórmula citada puede contribuir de manera importante, no soluciona del todo el problema de asimetría en la información. El tipo de información objeto de revelación de ordinario hace referencia a hechos verificables que por su naturaleza solamente dan a entender parte de la historia de una compañía. Existe información privada de gran relevancia que no es posible revelar al público de forma creíble, de tal manera que sea posible entender las verdaderas diferencias entre compañías.

Pensemos en la información sobre la capacidad de trabajo y el talento del equipo humano. Evidentemente, si se obligara a revelar tal capacidad y talento, todos los emisores dirían que su gente cuenta con los más altos estándares de trabajo y talento para contribuir decididamente al éxito de la compañía. No obstante, es poco plausible afirmar que todos los equipos humanos de los emisores tienen exactamente el mismo grado de compromiso y talento para dedicar a su misión.

Un buen ejemplo puede encontrarse en la industria de alta tecnología. Supongamos que un inversionista se encuentra ante la decisión de invertir en tres empresas que están trabajando en similares proyectos de tecnología. La información objetiva de las tres puede ser muy homogénea, es decir, pueden tener razones financieras comparables, la experiencia de los directivos es equivalente, las perspectivas de ingresos son similares, etc. No obstante, es muy posible que solo una de ellas tenga en sus filas al Steve Jobs del futuro, dispuesto a trabajar veinte horas al día en su proyecto y con el talento necesario para lograr un gran éxito comercial sostenible.

Esta es una situación típica a la cual se enfrentan los inversionistas, que se ven abocados a estudiar empresas emisoras sin gran trayectoria en el mercado, que realizan afirmaciones difícilmente verificables, como cuando aseguran tener el mejor equipo humano. Si bien esta afirmación puede realizarse buscando que sea tenida como válida por parte de la comunidad de inversionistas, lo cierto es que muchas compañías que están en el mercado podrían autoproclamarse con características similares. Los inversionistas saben que en algunos casos estás afirmaciones son exageradas o simplemente falsas. El reto, pues, es el de poder distinguirse de las demás opciones en el mercado, demostrando las fortalezas de manera creíble.

El profesor GEORGE AKERLOF es reconocido por haber expresado por primera vez el problema de asimetría en la información y el efecto de selección adversa que se genera[16]. Básicamente la selección adversa ocurre cuando no existen mecanismos para diferenciar los buenos prospectos de los malos, y como consecuencia el mercado racionalmente descuenta el precio que está dispuesto a pagar. Como resultado, los prospectos buenos deciden no acudir al mercado y buscar otros mecanismo de financiación, haciendo que el mercado termine ocupado por las opciones de menor calidad. Usando el caso del mercado de carros usados, el profesor AKERLOF explicó cómo todos los vendedores tienen la tendencia a afirmar que su carro "está en las mejores condiciones, como nuevo", y para el potencial comprador será muy difícil poder determinar quien está diciendo la verdad y quienes están sobreestimando una realidad (o simplemente mintiendo).

La asimetría en la información es pues uno de los fenómenos económicos que puede afectar los intereses de los inversionistas y emisores, generando un gran obstáculo para el desarrollo de los mercados.

[16] GEORGE AKERLOF, "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *cit*

C) *Problema de acción colectiva*

El problema de acción colectiva se presenta cuando existe una pluralidad de personas que se ven perjudicadas por un problema dado, y sería una decisión racional para todos ellos de manera colectiva, incurrir en los costos necesarios para dar solución al problema. No obstante, por la existencia de costos transaccionales demasiado altos, es imposible la coordinación entre todos ellos, y para ninguno de manera individual, teniendo en cuenta que su afectación es solamente proporcional, sería racional incurrir en el costo requerido para dar solución al problema[17].

En la literatura académica sobre la materia, el problema de acción colectiva también se denomina como la situación del "polizón"[18]. Si alguien no asume el "costo del pasaje" de un medio de transporte, es natural que, directa o indirectamente, algún tercero deba asumir dicho costo, como los contribuyentes o los demás pasajeros (incurriendo en costos mayores). Si la situación se convierte en algo generalizado, es decir, si nadie o casi nadie asume el costo del pasaje, el resultado es que el sistema de transporte resulta completamente inviable.

La inacción de las personas no coordinadas incrementa el costo relativo en que tendría que incurrir uno de los afectados para contribuir a la solución del problema. En otras palabras, si alguien decide tomar la iniciativa e incurrir en costos para dar solución al problema, estos serán más altos si el esfuerzo no tiene ningún tipo de apoyo. Consecuentemente, es natural por la relación costo-beneficio que plantea este dilema, que ninguna persona asuma el costo individual que implica desplegar una actividad destinada a solucionar el problema que genera la afectación colectiva.

Un buen ejemplo es el caso de los accionistas de una sociedad emisora de acciones en el mercado público. Como es natural, la gestión de estudiar a profundidad los libros de contabilidad y demás documentos puestos a disposición de los accionistas con anterioridad a la Asamblea, con todo el detalle que un estudio debido ameritaría, implica un costo para cualquier accionista desde el punto de vista del tiempo y esfuerzo. Para muchos accionistas, sería una decisión irracional invertir su tiempo en esta gestión, dado que la relación entre el costo personal y el beneficio potencial que podría obtener, a la luz del monto de su inversión, hace que sea una gestión con saldo negativo.

[17] Olson Mancur, *The logic of Collective Action: public goods and the theory of groups*, Londres, Harvard University Press, 1971

[18] Conocido en la literatura sobre economía financiera como el free rider problem.

Esto ocurre porque el beneficio que se quiere obtener se distribuye por igual entre todos los accionistas, lo cual genera lo que se conoce económicamente como una externalidad positiva. Es decir, la conducta de un agente implica un costo para este, y un beneficio para terceros, por el cual estos últimos estarían dispuestos a otorgar una contraprestación económica. No obstante, por razones prácticas como la existencia de elevados costos de transacción, es imposible que dicho servicio sea objeto de negociación y pueda ser recompensado por el mercado mediante el sistema de precios.

En otras palabras, puede que la gestión diligente de un accionista X sea valorada por los demás accionistas, dado que genera buen gobierno y, consecuentemente, valor para la compañía. Incluso, podría ocurrir que los accionistas debidamente informados sobre el alcance e impacto de la acción del accionista diligente X estuvieran dispuestos a compensarlo, dado que ese costo resulta inferior al beneficio que proviene de un mejor gobierno, el cual sería reconocido por el mercado mediante un mayor precio de la acción.

A pesar de lo anterior, los costos de transacción hacen simplemente imposible que dicha negociación pueda ocurrir. Por ejemplo, la actividad del accionista es invisible para terceros dado que sería demasiado complejo informar y educar a esos terceros sobre los detalles y, en particular, sobre el impacto de tal actividad. Además, el proceso de negociación es imposible o tremendamente costoso. Cuántos recursos en horas hombre serían necesarios para proponer y convencer a todos los accionistas de que es una buena idea (es eficiente) compensar la actividad de monitoreo adelantada por el accionista en cuestión? Con fundamento en qué criterios objetivos podría negociarse un precio justo para la compensación de tal actividad? ¿Cómo se podría precisar que la acción de X es la causa eficiente de un mejor gobierno y, consecuentemente, de un mayor valor de la acción?

En el mercado de valores es natural que el incremento de los precios de mercado sea resultado de un conjunto de factores variado, y es muy difícil poder aislar el efecto de un factor dado, salvo que se trate de un evento de gran visibilidad e impacto. Por todo lo anterior, es usual que no exista un incentivo para asumir actividades individuales que generen un beneficio colectivo.

Si todos los accionistas se encuentran en las mismas circunstancias, es posible que ninguno de ellos cumpla una gestión de monitoreo y se afecte el adecuado gobierno de la sociedad. Esto lleva a una situación en la cual no existe nadie a quien le "duela" la compañía, lo cual afecta

su capacidad para generar valor y, por consiguiente, el apetito de los inversionistas para adquirir sus valores.

El problema de acción colectiva es característico del mercado de valores. Por definición, mediante los instrumentos de dicho mercado se busca obtener recursos del público con base en la entrega de valores a cambio de los recursos de una pluralidad de inversionistas. Dependiendo del tipo de activo y su apetito comercial, es posible que los destinatarios correspondan a una cantidad muy significativa de individuos, que en los mercados de Latinoamérica pueden ascender a cientos de miles.

La problemática a que hacemos referencia no se presenta en la misma medida en el caso del mercado de capitales intermediado, por lo menos desde el punto de vista de las instituciones financieras de crédito en relación con sus acreencias. El interés por gestionar la recuperación de la cartera vencida se encuentra en cabeza de una sola institución, quien no se encuentra sujeta a una problemática de coordinación con terceros para desplegar su esfuerzo de cobro.

En el caso de los accionistas y otros beneficiarios de valores existe el problema de acción colectiva, el cual exacerba la dificultad propia de monitorear el uso de los recursos entregados a un tercero para su administración (problemas de agencia) descritos en la sección anterior.

D) *Soluciones públicas y privadas a los tres tipos de problemas económicos descritos*

Como se observa, existen fenómenos económicos que ponen al inversionista en una situación de debilidad en los mercados de valores, y tienen una dimensión particular en comparación con otro tipo de productos financieros.

La falta de educación y las prácticas abiertamente defraudatorias como el uso de información privilegiada, la manipulación del mercado y la apropiación o utilización no autorizada de recursos o valores administrados, constituyen además otros riesgos de afectación a los inversionistas.

Si bien los inversionistas son objeto de protección según el primer objetivo de IOSCO, la aplicación de este objetivo termina beneficiando a todos los participantes, como los emisores y los intermediarios, y al mercado en general. Evidentemente, si los inversionistas se ven afectados al canalizar sus recursos en el mercado de valores, serán ellos quienes asuman directamente el costo en una primera instancia. No

obstante, en el mediano y largo plazo todo el mercado saldrá afectado, dado que la ausencia de inversionistas impedirá que se adelanten procesos de emisión exitosos, lo cual privará a las empresas de una posibilidad eficiente de financiación y afectará su competitividad.

En un caso como el descrito, todo el mercado se vería afectado, dentro del cual se encuentran también las entidades financieras que actúan como intermediarios, las bolsas de valores, los sistemas de registro de operaciones, los depósitos de valores, las cámaras de riesgo central de contraparte, las calificadores de riesgo y, en general, el ecosistema del mercado de valores. Por ello, la protección a los inversionistas es un elemento absolutamente central de la regulación de mercados de valores.

Se ha señalado[19] que la profundización y desarrollo de los mercados de valores tiene un impacto muy positivo en el crecimiento económico de un país. No obstante, la evolución de los mercados de valores no es un resultado que venga por añadidura, o sea una consecuencia connatural a ciertos grados de crecimiento o bienestar económico en un país. Existen muchos países de gran desarrollo económico, que han luchado sin mucho éxito relativo en la profundización y desarrollo de sus mercados de capitales[20].

Sin duda alguna, las condiciones, iniciativas y reformas para el desarrollo de un mercado de valores es uno de los temas que más ha ocupado a académicos, tecnócratas y fijadores de política alrededor del mundo. Hoy en día, se observa un consenso en cuanto a que los mercados de valores pueden florecer y desarrollarse plenamente cuando existe una combinación de soluciones privadas e intervención regulatoria del Estado.

La aplicación de principios propios del análisis económico del derecho, el entendimiento de los incentivos que subyacen las relaciones entre los diferentes actores, y la existencia de mayor conciencia sobre la importancia de las soluciones privadas, son herramientas que permiten tener un entendimiento profundo de la estructura regulatoria, y fortalecen el análisis, interpretación y construcción de argumentos legales.

A continuación nos referiremos brevemente a algunas soluciones que se han ideado para los problemas referidos en los numerales anteriores.

[19] NESTOR ROSS y SARA ZERVOS, "Stock Market Development and Long-Run Growth", en *World Bank Economic Review*, vol. 10, núm. 2, 1996.

[20] Ver: RONALD GILSON and BERNARD BLACK, *"*Does Venture Capital Require an Active Stock Market?*",* en *Journal of Applied Corporate Finance*, 1999, disponible en http://ssrn.com/abstract=219174 [consuta: 20 de abril de 2016].

Es muy importante anotar que algunas soluciones propuestas pueden tener especial relevancia para algún problema en particular. No obstante, consideramos que estos problemas económicos se encuentran esencialmente interrelacionados. Por ejemplo, un comportamiento oportunista de la administración de una sociedad desconcentrada, se presenta inicialmente por la tendencia natural de buscar el propio interés por parte de cualquier agente, pero esta situación se puede exacerbar y prolongar en el tiempo, por la imposibilidad de los accionistas minoritarios para superar el problema de acción colectiva y hacer uso de acciones legales.

Por ello, y en atención a la naturaleza introductoria de esta sección, hemos decidido realizar una presentación consolidada de las soluciones disponibles y su contribución a las problemáticas estudiadas.

a) *Soluciones públicas.* La intervención del Estado mediante los diferentes mecanismos de regulación y supervisión es fundamental para evitar que existan situaciones de aprovechamiento indebido y afectación a los inversionistas.

La doctrina ha avanzado significativamente en el entendimiento de la naturaleza del derecho financiero y los diferentes tipos de intervención. El profesor Martínez Neira destaca la existencia de un ámbito subjetivo y objetivo del derecho bancario. Adicionalmente, distingue diferentes modalidades de intervención, entre las cuales se encuentra la regulatoria, la supervisión, el apoyo y la intervención indirecta[21].

En este acápite queremos proponer una clasificación adicional sobre los tipos de intervención del Estado, para lo cual consideraremos si se trata de soluciones autónomas, es decir, mecanismos que se pueden poner en marcha de manera independiente del concurso o participación de las entidades financieras vigiladas, o si se trata de mecanismos en los cuales la función del mercado es fundamental para complementar y dar aplicación práctica a las herramientas de intervención.

Dando aplicación a este criterio, podemos afirmar que existen por lo menos tres tipos diferentes de mecanismos con los cuales el Estado puede desarrollar la actividad de intervención en el mercado de valores. En primer lugar, puede regular actividades, en segundo lugar, puede llenar vacíos que permitan alivianar los costos de transacción de los particulares y, en tercer lugar, puede establecer estructuras que faciliten el funcionamiento de las soluciones privadas. Veamos:

[21] Néstor Humberto Martínez Neira, *Cátedra de derecho bancario*, Bogotá, Legis, 2004, capítulos I y III.

a') *Intervención unilateral o autónoma.* En muchos casos, el Estado interviene mediante el establecimiento de estándares regulatorios que no dependen del concurso de la industria. Simplemente se establecen normas que deben ser cumplidas por los particulares para el desarrollo de sus actividades empresariales en el ámbito financiero.

Un ejemplo es la definición de lo que constituye actividad financiera. Esto ocurre en el caso del mercado de valores, cuando se establece el concepto de valor y a renglón seguido se dispone que ciertas actividades empresariales se consideran "actividades del mercado de valores", y solamente pueden ser adelantadas previa autorización del Estado y con sujeción a unos estándares regulatorios y de supervisión.

Una vez establecidos los límites y criterios que definen lo que se considera la actividad financiera, se establecen mínimos regulatorios, entre los cuales se encuentra un sinnúmero de asuntos sobre una variedad de temas. Por ejemplo, se establece el alcance del deber de asesoría en el mercado de valores, la forma en que se deben atender quejas y los mecanismos de administración de riesgos, entre otros.

Uno de los propósitos de esta obra es el estudio detallado de tales estándares regulatorios, por lo cual no profundizaremos más sobre el particular en este aparte.

b') *Establecimiento de un marco contractual.* Otro tipo de intervención en el mercado de valores se presenta cuando el Estado establece un marco contractual de referencia que facilita las relaciones entre particulares.

En efecto, un gran aporte que puede realizar el Estado a cualquier actividad económica es el de establecer un marco jurídico "por defecto" para la relación entre particulares, de tal manera que no sea necesario para los participantes del mercado "negociar" para cada caso particular todos los aspectos de una relación contractual dada.

Dado que los costos de transacción son altos, ahorrar el tiempo y recursos que de otra manera deberían destinar los particulares para establecer relaciones comerciales que son positivas para el desarrollo del mercado, es una contribución significativa. Así, mediante la regulación se ha establecido el marco contractual de muchas relaciones importantes para el mercado, dentro del cual está el contrato de sociedad, el contrato de comisión, los fondos de inversión y la administración de valores, entre otros.

c') *Facilitar el funcionamiento de soluciones privadas.* En razón a la complejidad de las problemáticas descritas anteriormente, el Estado no

siempre se encuentra en capacidad de suministrar todas las soluciones a través de los tipos de intervención descritos.

En muchos casos, las soluciones privadas pueden ser tanto o más efectivas que los instrumentos públicos. Por tal razón, el Estado también puede intervenir contribuyendo efectivamente al establecimiento de un marco para que las soluciones privadas puedan desarrollarse y funcionar de manera adecuada.

Al estudiar el caso de los mercados de valores ampliamente desarrollados, se observa que las soluciones a los problemas descritos consisten en una adecuada combinación de actividades de intervención del Estado, y funcionamiento de soluciones privadas, las cuales se estudian más adelante.

Por ejemplo, el mecanismo de revelación de información por parte de los administradores del emisor (solución de intervención de la clase a) es importante pero no del todo suficiente para solucionar el problema de asimetría en la información. Por su naturaleza, es imposible regular con precisión el tipo de información que podría ser relevante, y resulta muy compleja la supervisión de las normas sobre revelación. El derecho es por esencia incompleto dado que es imposible para el legislador prever y regular de forma detallada todas las posibles circunstancias que se puedan presentar en la realidad[22].

Por tal razón, la regulación sobre revelación de información material usualmente combina una norma de principios (por ejemplo: se debe revelar todo lo que sería tenido en cuenta por un inversionista prudente y diligente), con normas específicas mediante las cuales se lista el tipo de información que se considera material en cualquier caso (por ejemplo: se debe revelar cualquier cambio en el patrimonio superior al X%)[23].

A pesar de los esfuerzos regulatorios, siempre existirán fragmentos de información que conocerá la administración de los emisores y que no será pública. Por ejemplo, la opinión que puede tener el presidente del emisor sobre las posibilidades de éxito de un nuevo producto puede ser muy relevante dado que se ha formado con el criterio de una per-

[22] Katharina Pistor y Xu Chenggang, "Incomplete Law - A Conceptual and Analytical Framework and its Application to the Evolution of Financial Market Regulation", en *Journal of International Law and Politics*, vol. 35, núm. 4, 2003, disponible en *http://ssrn.com/abstract=310588* [consulta: 20 de abril de 2016].

[23] Esto sin embargo, no es cierto para gran cantidad de jurisdicciones. En muchos países, se utiliza solamente una norma de principios, y no se considera necesario contar con listados legales.

sona experta y con gran experiencia, quien además tiene acceso a gran cantidad de información relacionada con la entidad[24]. No obstante, es muy posible que esa opinión, en razón a su carácter subjetivo, no sea de aquella información que debe suministrarse al público de forma obligatoria y tampoco pueda tratarse como información privilegiada. En consecuencia, es natural que muchos fragmentos de información que de manera desagregada pueden ser irrelevantes, al ser observados en su conjunto constituyan información que deja a los inversionistas en una posición de relativa desventaja, frente a los administradores o personas que acceden a esa información de manera ordinaria.

El anterior ejemplo muestra que en muchos casos la herramienta regulatoria de exigir la revelación de hechos relevantes, puede no ser suficiente para resolver todos los tipos de asimetría de información que se presentan.

Por ello, un mecanismo fundamental para contribuir a solucionar el problema de asimetría en la información, es precisamente la función que cumple el mercado en la formación o descubrimiento de precios, lo cual discutiremos más adelante. Para que dicha solución de mercado funcione adecuadamente, es a su vez clave la intervención del Estado en el establecimiento de un marco regulatorio por medio del cual se le otorgue gran importancia a la transparencia de mercado mediante la inclusión de principios sobre el particular, y el establecimiento de normas que obliguen a la revelación de información sobre precios al mercado[25].

La resolución eficiente del problema de asimetría es un marco regulatorio que combine adecuadamente mecanismos legales y de mercado. De un lado, la regulación debe reconocer la importancia de las obligaciones de revelación directas en relación con información material que es en principio privada, y adjudicar responsabilidad legal ante imprecisiones, a cargo de emisores y asesores. Estos mecanismos deben ser complementados con unas instituciones privadas que

[24] Esta información no necesariamente puede considerarse privilegiada, pero tampoco se encuentra disponible para acceso público.

[25] En el decreto único (decr. 2555 de 2010), arts. 2.15.2.2.1 y 2.15.3.2.2 se establece el principio de transparencia, definido como "la oportunidad y la suficiencia con las cuales la información relativa a las ofertas de compra y venta de valores, los precios o tasas de las operaciones y el volumen de estas, se hace disponible a los afiliados al sistema (de negociación o de registro, según sea el caso), a los organismos de autorregulación, al mercado, a los inversionistas interesados y al público en general".

permitan generar mayor credibilidad, en relación con hechos que son especialmente difíciles de revelar en forma creíble.

b) *Soluciones privadas.* Las soluciones privadas que se describen a continuación usualmente se combinan entre sí para resolver de manera efectiva problemas económicos, así como con instrumentos regulatorias.

a') *Señalización.* Por medio de la "señalización"[26] es posible solucionar en gran parte el problema de la asimetría en la información. Mediante este mecanismo, un participante que está siendo afectado por un problema de selección adversa, puede enviar un mensaje creíble hacia terceros sobre la calidad de su producto.

La señalización consiste en realizar una acción que sería imposible o muy costosa de replicar por otros jugadores del mercado que no tienen un producto de alta calidad. En el caso del mercado de valores, un ejemplo de señalización puede ser la decisión de listar las acciones en un segmento "premium" de mercado, asumiendo muy altos estándares de gobierno corporativo, que sean superiores al mínimo establecido por la regulación.

Mediante este tipo de acciones, un emisor de alta calidad puede enviar un mensaje a terceros, diferenciándose de manera efectiva frente a otros emisores con menor compromiso respecto de la creación de valor a sus accionistas. Esta estrategia permite realizar una afirmación creíble sobre la calidad del emisor, solucionando en gran medida el problema de asimetría en la información. Naturalmente, un emisor cuya administración o accionistas mayoritarios quieran apropiarse o desviar indebidamente el valor de la residual de la compañía, no podrían asumir altos estándares de gobierno, como la designación de miembros de junta directiva independientes y el establecimiento de altos estándares técnicos y profesionales.

b') *Intermediarios reputacionales.* Existen relaciones comerciales de una o varias rondas. La relación de varias rondas es aquella en que las partes tienen un alto grado de certeza sobre la existencia de vínculos comerciales posteriores.

Un ejemplo de una relación de una ronda es precisamente el caso de los emisores de valores que acuden al mercado por primera vez. En

[26] Michael Spence, "Job Market Signaling", en *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 87, núm. 3, agosto de 1973, disponible en *http://links.jstor.org/sici?sici=0033-5533%28197308%2987%3A3%3C355%3AJMS%3E2.0.CO%3B2-3* [consulta: 21 de abril de 2016].

estas circunstancias, los administradores o accionistas mayoritarios de "baja calidad", es decir, que tienen un débil propósito en manejar los recursos captados en el mejor interés de los accionistas minoritarios, podrían desviar tales dineros mediante maniobras. Poco importaría el efecto comercial o daño en su reputación, dado que podrían obtener beneficios inmediatos sin verse afectados, pues no tienen expectativa o interés alguno en las relaciones comerciales futuras.

Por su parte, en los vínculos comerciales de varias rondas, el capital reputacional de las partes desempeña papel muy importante. El interés en proteger el buen nombre comercial es uno de los incentivos más poderosos para honrar las obligaciones adquiridas. Incluso, puede ser más efectivo que los mecanismos legales.

La existencia de derechos cuya fuente es la regulación o contratos es fundamental para la protección de los actores del mercado. No obstante, en algunos casos el interés comercial y la reputación de los empresarios es la principal razón para cumplir e incluso superar las promesas que realizan a sus clientes.

La asimetría de información es especialmente nociva en mercados donde una parte de la relación es un actor de una sola o de última ronda. En ausencia de posibles consecuencias comerciales, cualquier parte puede tener el incentivo a comportarse de manera oportunista e incumplir sus obligaciones en búsqueda de su propio interés.

Un ejemplo muy interesante es la función de las marcas, cuyo propósito es precisamente el de construir un capital reputacional de un producto o empresa que los diferencie de su competencia, lo cual contribuye a solucionar el problema de asimetría en la información. Si un producto reconocido mediante una marca defrauda a sus compradores, será natural que estos dejen de comprarlo y el producto pierda participación de mercado. Se encuentra en el mejor interés del productor defender la calidad de su marca dado que un incumplimiento de su estándar de calidad en una ronda (cada vez que un consumidor adquiere y tiene una experiencia con su producto), puede generar un efecto nocivo para su negocio futuro.

Los emisores pueden ser jugadores de una sola ronda cuando ofrecen sus valores por primera vez, dado que podrían no tener la necesidad de acudir nuevamente al mercado para financiarse. También pueden encontrarse en una situación de última ronda cuando ofrecen valores y un eventual fracaso en obtener recursos del público signifique la quiebra para compañía. En estas situaciones el problema de asimetría en la información resulta ser especialmente sensible. Una solución consiste

en traer un intermediario reputacional que sea actor de varias rondas y pueda poner su reputación sobre la mesa. Estos intermediarios reputacionales pueden ser las bolsas de valores y los intermediarios del mercado de valores.

Dado que el negocio de las citadas entidades es permanecer en el mercado, tienen el interés de que los emisores que presentan al mercado (listándolos en el caso de las bolsas, o actuando como colocadores en el caso de los intermediarios), actúen de manera leal y honren de la mejor manera su promesa de creación de valor.

En el caso de las bolsas, la existencia de estándares de gobierno corporativo para el listado de valores es un ejemplo de cómo un intermediario reputacional, actuando en su propio interés (credibilidad de las entidades cuyos valores lista para que sean adquiridos por los inversionistas), establece y exige estándares por medio de los cuales se soluciona el problema de asimetría en la información.

En efecto, solamente los emisores que estén dispuestos a trabajar de manera leal y ardua para honrar la promesa de creación de valor al público objeto de su oferta de valores, están en la posibilidad de listarse en una bolsa que ha establecido altos estándares de gobierno. En este sentido, el papel del intermediario reputacional también permite que un emisor utilice la técnica de "señalización", por ejemplo, cuando teniendo varias alternativas decide optar por listar su acción en la bolsa que requiere más altos estándares de listado.

En un reconocido trabajo del profesor John Coffee Jr[27], se muestra cómo la existencia de intermediarios reputacionales, como bancas de inversión no reguladas, constituyó uno de los factores fundamentales para el desarrollo del mercado de valores en la última parte del siglo xix en Estados Unidos. Tales entidades desarrollaron marcas de gran reconocimiento (ej. JP Morgan) que tenían como modelo de negocio el "alquiler" de su reputación y la generación de valor mediante la participación directa en el gobierno corporativo de los emisores.

Los intermediarios reputacionales cumplen pues, un papel fundamental como protectores del público, pero incentivados por un legítimo propósito comercial.

c') *Función de los grandes inversionistas.* El desarrollo de los mercados de valores en los últimos años ha dado lugar a la existencia de

[27] John Coffee Jr. *The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control* [en línea], disponible en *http://www.yalelawjournal.org/images/pdfs/455.pdf* [consuta: 20 de abril de 2016].

un conjunto de inversionistas institucionales, quienes se caracterizan por disponer de importantes montos para la inversión, así como la necesidad de acudir al mercado de valores, por la liquidez, profundidad y mecanismos de valoración de inversiones que estos ofrecen. Entre tales inversionistas institucionales se encuentran las administradoras de fondos de inversión, las compañías de seguros y las administradoras de fondos de pensiones.

Una característica de los grandes inversionistas es que cuentan con la capacidad, los recursos y, principalmente, el interés para desplegar una gestión activa de gobierno corporativo que cumpla un efecto de contrapeso a los administradores o accionistas mayoritarios de emisores.

Dado que las citadas instituciones disponen de cuantiosos recursos bajo su administración, podrían no padecer el problema de acción colectiva descrito anteriormente. Para tales entidades, de manera individual o colectiva, puede ser racional desde el punto de vista económico invertir importantes recursos para monitorear, evaluar y tomar acciones frente a la gestión de un emisor, dado que pueden capturar una proporción importante del mayor valor residual del emisor que genera una mejor gestión de gobierno corporativo. Esto, a pesar de que ellos no sean los únicos beneficiarios de tal mejoría en los estándares de gobierno corporativo, y la consecuente valorización de mercado.

Esta posibilidad de resolver el problema de acción colectiva también puede encontrar ciertas dificultades. Por ejemplo, la regulación puede desincentivar la creación de valor de largo plazo cuando los elementos principales de evaluación son las rentabilidades calculadas con movimientos de mercado de corto plazo.

Además, los inversionistas institucionales a su vez pueden estar expuestos a un problema de agencia, dado que existe una cadena de principales y agentes que separan a los inversionistas, cotizantes de pensiones y asegurados, de los funcionarios que están llamados a generar valor de largo plazo en los emisores cuyos valores se han adquirido mediante el activismo en la gestión de gobierno.

d') *Formación o descubrimiento de precios.* El descubrimiento de precios del mercado es uno de los mecanismos más importantes para proteger a los inversionistas y dar solución al problema de asimetría en la información. A partir de los trabajos seminales de EUGENE FAMA[28], hemos comprendido que la función que cumplen los mercados para

[28] Ver EUGENE FAMA, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", en *The Journal of the American Dinance Association*, vol. 25, Issue 2, mayo 1970.

descubrir un precio, es un elemento fundamental para la protección de los inversionistas.

El precio de mercado se forma mediante la interacción legítima de compradores y vendedores. Estos, con el natural interés de vender sus activos al precio más alto posible, y aquellos, buscando adquirir los papeles al menor precio que puedan obtener. La interacción de estos actores del mercado forma un precio de equilibrio que refleja la información que todos ellos tienen sobre los diferentes factores relevantes para evaluar la situación de una empresa emisora.

Para cualquier inversionista que toma la decisión de invertir en una acción determinada, la expectativa de que existan compradores y vendedores profesionales, que en conjunto tienen una visión integral de los factores que pueden afectar el desempeño de una compañía es, sin lugar a dudas, uno de los factores que genera mayor confianza para entregar a un tercero sus recursos difícilmente ganados. En tal sentido, la existencia de procesos de formación de precios adecuada es un elemento que permite solucionar en gran parte los problemas descritos en la sección anterior.

La información que puede afectar el desempeño de un emisor resulta ser tan variada, que es evidente la imposibilidad de que un solo actor tenga una visión comprensiva. Son relevantes, por ejemplo, los aspectos relacionados con la estructura de gobierno de la empresa, como la composición de la junta, así como el conocimiento, talento y capacidad de trabajo de sus directivos. También resulta ser un factor clave las características de los bienes o servicios ofrecidos, y la posición general de la empresa en el mercado. La estructura de capital y las posibilidades de la empresa de obtener capital adicional para sus proyectos son igualmente relevantes.

De otro lado, existen factores externos que son relevantes para determinar el valor de una compañía. Entre estos se encuentra el desarrollo de nuevas tecnologías por terceros, el otorgamiento de patentes por parte de las autoridades, el estado de las barreras al comercio internacional, y la variación del valor relativo de la moneda local o principales divisas de referencia, para citar solo algunos.

Cuando en el mercado participan agentes que cuentan, cada uno con parte de esta información, y adoptan decisiones de entrada o salida con fundamento en su visión de la empresa y de su entorno, en las cuales asumen el riesgo de ganar o perder, se pone a disposición de todo el mercado un indicador de toda esa información, resumido en el precio de la acción. En un mercado transparente e integro, ese precio constituye

un referente crítico para cualquier inversionista, dado que contribuye a romper la asimetría de información en los mercados, y se convierte en una protección del mismo mercado hacia sus inversionistas.

Es preciso considerar que en la decisión de adquirir un valor cumple un papel muy importante la existencia de una vía de salida. Ningún inversionista quiere mantener una inversión de manera indefinida, sin tener la posibilidad de liquidarla y contar con los recursos para atender sus necesidades financieras, o redirigirlos a una nueva inversión. Por tal razón, la existencia de un precio de referencia que les genere a los inversionistas la expectativa de que mediante el mercado mismo podrán liquidar su inversión y capturar la valorización de la misma, resulta ser un elemento fundamental.

Esto es especialmente cierto para el caso de las acciones, dado que desde el punto de vista legal es imposible para los inversionistas exigir el pago de dividendos, en caso de que la asamblea de accionistas no los decrete. Dado que la liquidación de la compañía es un hecho incierto, que podría no ocurrir durante el horizonte de vida de una persona, tampoco es seguro pensar que la estrategia de salida sería esperar a la terminación de la vida jurídica de la entidad. Adicionalmente, en tal eventualidad es muy posible que la inversión se haya deteriorado en su valor, teniendo en cuenta que en el proceso de liquidación, los accionistas ocupan el último lugar de prelación. No es común que una sociedad se liquide cuando exista aún algún valor residual que pudiera ser entregado a sus socios.

Así pues, en el caso de las acciones, la única estrategia de salida segura es la expectativa de que el mercado mismo tendrá el apetito para demandar las acciones a un precio superior, o por lo menos a un precio inferior y tener la posibilidad de limitar una pérdida recuperando parte de los recursos invertidos. En ausencia de un proceso de formación de precios eficiente que a su vez está asociado con la existencia de un mercado líquido, sería una decisión irracional adquirir acciones.

Esta argumentación también resulta aplicable al mercado de renta fija, especialmente para las especies con vencimientos a largo plazo. Naturalmente, uno de los factores que facilita la compra de bonos es la existencia de un mercado secundario en el cual sea posible liquidar la inversión. Si en el proceso de emisión de bonos, los inversionistas se vieran abocados a mantener su inversión hasta la maduración, se desincentivaría de manera importante la inversión. La existencia de un mercado secundario en el cual existe un proceso de formación de precios, al cual es posible acudir para salir de la inversión, es un elemento esencial del mercado.

Finalmente, podríamos decir que la adecuada formación de precios es quizá el mecanismo más importante para resolver los problemas citados, en cuanto la existencia de un precio de referencia es condición para que las tres soluciones explicadas puedan funcionar (señalización, intermediarios reputacionales y grandes inversionistas). En ausencia de un precio confiable al cual sea posible comprar o vender, no existirá una referencia por ejemplo, para que los intermediarios reputacionales puedan ser sancionados por sus contrapartes comerciales en una ronda subsiguiente.

c) *Nota final sobre la protección a los inversionistas.* En esta sección hemos hecho énfasis en la importancia de la protección a los inversionistas como elemento fundamental de un mercado de valores desarrollado. Ningún esfuerzo es excesivo para asegurar una adecuada protección a la confianza de tales actores, elemento que constituye la base desde la cual se construye toda la estructura del mercado.

Si bien es fundamental prevenir los abusos que puedan afectar la confianza en el mercado, es necesario reconocer que los inversionistas pueden y deben incurrir en pérdidas legítimas cuando se presenten situaciones naturales de mercado, como, por ejemplo, cuando se observa una reducción material de la demanda de valores, por problemas macroeconómicos. Un ejemplo se puede encontrar en el efecto que generó la crisis sub-prime de 2008 en la valoración de acciones de mercados emergentes. En efecto, la gran incertidumbre global en los mercados generó un efecto *flight to quality*[29] que afectó el precio de acciones de mercados emergentes.

Ese tipo de pérdidas son naturales y forman parte de la esencia misma del mercado de valores. Por tal razón, en adición a los mecanismos tradicionales de protección a cargo del Estado, es fundamental desarrollar también el concepto de protección propia por parte de los inversionistas. Así, un mecanismo poderoso de protección es el acceso al conocimiento de los productos y riesgos por parte de los inversionistas. Estos se encontrarán efectivamente protegidos si tienen el conocimiento y las habilidades para asumir de manera consiente los riesgos naturales a los cuales está expuesta una inversión dada, y comportarse de manera adecuada cuando estos se presenten.

En la defensa de los inversionistas desempeñan papel importante las actividades de protección directa a sus derechos, como la vigilancia a la

[29] Con esta expresión se conoce a la tendencia de los inversionistas a refugiarse en los activos más seguros en momento de grave estrés de mercado.

actividad de atención de quejas, el ejercicio de la función disciplinaria administrativa y el funcionamiento de un sistema judicial eficiente, entre otros. No obstante, tales herramientas no son las únicas disponibles; también resultan de gran importancia los mecanismos que permiten una protección propia por parte de estos, como el acceso oportuno a la información de precios de mercado, la claridad en las tarifas por los servicios, y los programas de educación financiera[30].

3. Segundo objetivo. Asegurar que los mercados sean equitativos[31], eficientes y transparentes

Se dice que un proceso es eficiente cuando logra un objetivo mediante el uso de la menor cantidad de recursos.

Al tratar de entender el concepto de eficiencia de los mercados, es importante considerar sus diferentes objetivos o propósitos. Por ejemplo, al hablar de eficiencia de mercado podemos estar considerando propósitos como la formación de precios, la asignación apropiada de recursos o la prestación de un servicio de intermediación y de infraestructura. Cada propósito amerita un análisis independiente en materia de eficiencia.

A) *Eficiencia y formación de precios*

El profesor Eugene Fama es ampliamente reconocido por la formulación de la hipótesis de los mercados eficientes, por medio de la cual se analiza la eficiencia de los mercados en la incorporación de información en los precios.

En su trabajo, el profesor Fama propone tres diferentes niveles de eficiencia de los mercados: la fuerte, semifuerte y débil. En un mercado con nivel fuerte de eficiencia, toda la información existente,

[30] En el art. 6° de la Ley 1328 de 2011 se incorporó el concepto de "prácticas de protección propia de los consumidores financieros.

[31] En el documento de IOSCO se utiliza la expresión *fair*, que algunos autores traducen usando la palabra "justo". Preferimos no utilizar esta última significación dado que puede entenderse que los mercados deben tener incorporado un concepto de justicia con una acepción distributiva, lo cual consideramos equivocado. Lo que en realidad significa este concepto es que debe existir un campo de juego nivelado en el que no existan ventajas artificiales o ilegítimas. En tal circunstancia, pueden presentarse pérdidas o ganancias legítimas de mercado que podrían parecer injustas a un observador, cuando, por ejemplo, una persona con pocos conocimientos se ve abocada a una pérdida de mercado.

incluyendo la información no pública, se incorpora en el precio en cualquier momento dado. En la forma semifuerte, toda la información que es pública se refleja en los precios. Por su parte, en la forma débil, el mercado solamente tiene capacidad de incorporar en sus precios información pasada.

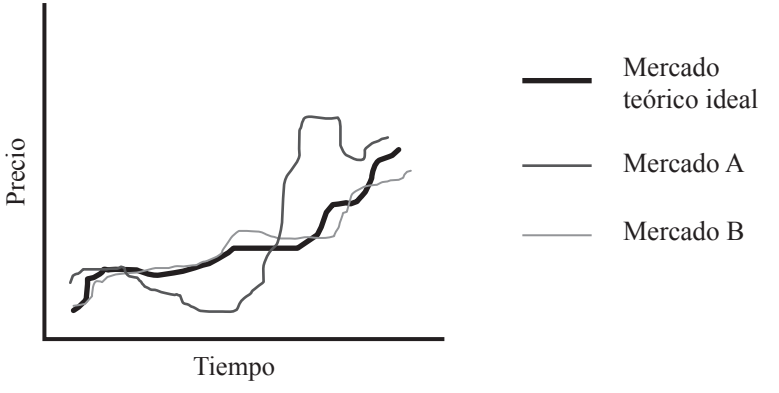
Atrás explicamos el concepto de descubrimiento de precios y su importancia para dar solución al problema de asimetría en la información. Los conceptos allí presentados tienen estrecha relación con este acápite.

Dado que uno de los propósitos del mercado es descubrir el precio de un valor considerando la información existente, de la manera más pronta posible, un mercado será eficiente (en cuanto a este propósito) cuando tenga la capacidad de reflejar de una mejor manera la realidad y percepciones de los jugadores del mercado con tal información.

En otras palabras, un mercado que se caracteriza por sufrir burbujas especulativas o sobre reacciones pesimistas que posteriormente serían corregidas por el mismo mercado, no podría calificarse como eficiente, dado que tiende a apreciar de manera inapropiada el verdadero valor de un emisor en un momento histórico dado.

En la siguiente gráfica se explica el concepto anterior:

Gráfica 1



Lo que se muestra en la gráfica es el desempeño de dos mercados A y B, comparados con un mercado teórico ideal que refleje de manera

pronta y oportuna la información existente en el precio. El concepto básico que se ilustra es que los mercados pueden tener mayor o menor capacidad de acercarse a un mercado teórico ideal. En el ejemplo, el mercado A es altamente impreciso dado que el promedio de divergencia con el mercado ideal a lo largo del período bajo estudio es muy alto. En este caso, el mercado genera burbujas en los precios (alcistas o bajistas) que hacen que el precio de mercado sea menos confiable para un inversionista.

Lo contrario ocurre en el caso del mercado B, que se puede considerar eficiente dado que el precio refleja de una mejor manera el comportamiento de un mercado teórico ideal. En este caso, los inversionistas y jugadores del mercado pueden tener expectativa de que el mercado refleja de manera precisa el valor real de un valor en cualquier momento dado.

B) *Eficiencia y asignación de recursos*

En los mercados de valores se lleva a cabo el intercambio de tales activos entre oferentes y demandantes, facilitando la obtención de recursos del público para la financiación de empresas y del Estado. Dichos mercados cumplen la función social de asignar recursos y son eficientes cuando logran acercar las inversiones o portafolios de inversión a lo que se conoce como la "frontera eficiente"[32]. Lo anterior significa que las inversiones en valores tienen unos niveles de rentabilidad que son apropiados de acuerdo con el nivel de riesgo asumido.

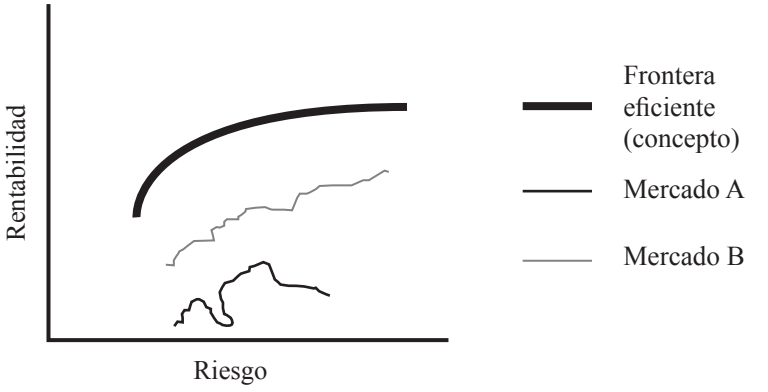
Así, el mercado de valores cumple con la función de facilitar la asignación de excedentes de liquidez a los proyectos que ofrezcan una adecuada relación riesgo–retorno. En otras palabras, esto significa que en un mercado de valores eficiente, los recursos deban ser asignados a los proyectos que los merecen, por ofrecer unos retornos competitivos de acuerdo con el nivel de riesgo. La relación riesgo–retorno puede ser propuesta por análisis técnicos[33], pero un insumo fundamental es la apreciación del mercado sobre dicha relación por medio de lo que se conoce como el proceso de formación de precios.

[32] Ver HARRY MARKOWITZ, *Harry Markowitz: Selected Works (Nobel Laureate)*, San Diego, World Scientific, 2009.

[33] Es un mecanismo utilizado para prever los movimientos de los precios del mercado a partir de observaciones históricas sobre movimientos de mercado. Ver ROBERT EDWARDS, JOHN MAGEE y W. H. C. BASSETTI, *Technical Analysis of Stock Trends*, American Management Association, 2007.

A continuación se presenta una ilustración que facilita el estudio de este concepto:

Gráfica 2



En el ejemplo, observamos que el mercado A es ineficiente porque las inversiones que construyen su frontera eficiente se distribuyen de manera no uniforme, y existen puntos de la curva que no guardan relación entre si. En otras palabras, existen inversionistas que a igual riego, están recibiendo menor rentabilidad (descontados los costos). Además, el mercado A no está teniendo capacidad de financiar la parte más riesgosa de la curva, en donde el mercado simplemente se encuentra en incapacidad de financiar proyectos riesgosos que deberían ofrecer una expectativa de mayor rentabilidad[34].

Por su parte, podemos decir que el mercado B es mucho más eficiente, toda vez que ofrece en general mejor relación de rentabilidad riesgo-retorno, de una forma mucho más lineal. A diferencia de lo que ocurre en el mercado A, tiene una mayor capacidad de ofrecer financiación a todo el espectro de proyectos que requieren financiación.

C) *Eficiencia en los costos transaccionales*

El concepto de eficiencia también es aplicable a los costos transaccionales de los mercados. Tales costos pueden estar determinados

[34] Esto es lo que explica por qué razón algunos mercados han tenido la capacidad de financiar industrias de alto riesgo. Ver Gilson y Coffee, *op. cit*.

por la contraprestación que debe ser reconocida a las entidades que forman parte de la cadena de valor del mercado, entre los cuales están las autoridades públicas y privadas, los proveedores de infraestructura (Bolsas, Sistemas de Negociación, Sistemas de Registro, Depósitos, Cámaras de Compensación, Cámaras de Riesgo Central de Contraparte y Sistemas de Pago), los proveedores de servicios (calificación, proveeduría de precios), así como los costos asociados a riesgos legales (indemnizaciones, sanciones, etc.).

Por razones económicas, los costos de toda la cadena de valor son transferidos a los emisores y a los inversionistas de manera directa (comisiones, honorarios, etc.) o indirecta (márgenes de negociación, costos de estructuración, costos de listado, etc). Es natural, razonable y deseable que las entidades que participan en la cadena de valor mediante la generación de valor agregado se vean compensadas. En caso contrario, esos servicios fundamentales no serían prestados y el mercado no podría funcionar adecuadamente.

Bajo este concepto, el mercado será eficiente en cuanto las entidades que forman parte de la cadena de valor puedan realizar su contribución de valor con el menor uso de recursos, y exista un esquema de competencia o racionalización de tarifas, que lleve a que se ofrezca a los inversionistas y los emisores un servicio con una adecuada relación costo-beneficio.

En este sentido, un mercado no será eficiente cuando los costos son excesivamente altos, al punto de que se desincentive materialmente la participación de emisores e inversionistas. En efecto, cuando los costos de entrada y salida del mercado, y del mantenimiento de la inversión corresponden a un porcentaje excesivamente alto de la rentabilidad esperada, los inversionistas preferirán destinar sus excedentes de liquidez a otro tipo de inversión, como puede ser la finca raíz o los *commodities*, o simplemente podrían decidir destinar tales recursos al consumo.

Los mercados solamente se pueden desarrollar cuando los costos de transacción son adecuados, y en términos agregados estos propongan un buen negocio para quien quiere invertir, y para los interesados en obtener financiación.

4. TERCER OBJETIVO. REDUCIR EL RIESGO SISTÉMICO

El tercero de los objetivos de la OICV-IOSCO es la reducción del riesgo sistémico. El concepto de riesgo sistémico ha sido relevante desde

la década de los años noventa del siglo xx en discusiones de política sobre la intervención estatal en el sector financiero.

La aproximación tradicional al concepto de riesgo sistémico se encuentra asociada a situaciones en las cuales una entidad financiera está en incapacidad de honrar sus obligaciones con terceros, lo cual puede generar una cadena de incumplimientos que afecta la liquidez o solvencia de otras entidades financieras, y que genera una desconfianza generalizada en el sector financiero, la cual desestabiliza el sistema de manera estructural.

Dado que la confianza del público es uno de los bienes más importantes de un sistema financiero, el caso de miles de depositantes que acuden de manera simultánea a una institución de depósito para retirar sus depósitos, ha sido tradicionalmente el ejemplo de un evento sistémico. Si bien esa situación sigue siendo válida, eventos recientes han obligado a revisar el alcance de este concepto fundamental.

La crisis financiera global de 2008, originada entre otros factores por la problemática de titularización *sub-prime* en Estados Unidos, y que llevó a situaciones históricas como la quiebra del banco de Inversión Lehman Brothers, ha cambiado el entendimiento y la actitud de los reguladores frente al riesgo sistémico.

A continuación veremos cómo se ha reformulado el concepto de riesgo sistémico, y se acogieron dos nuevos principios por parte de IOSCO, mediante los cuales se busca orientar a los reguladores de valores para el cumplimiento de este objetivo.

A) *Aspectos de la nueva definición de riesgo sistémico*

En Estados Unidos la Junta de Estabilidad Financiera ha propuesto una nueva definición de riesgo sistémico en su documento guía para la evaluación de la importancia sistémica de las instituciones financieras, mercados o instrumentos[35], que tiene un alcance más amplio que el concepto tradicional. De acuerdo con dicho documento, el riesgo sistémico es "el riesgo de fallo de los servicios financieros que es: (i) causado por la incapacidad de todo o parte del sistema financiero, y (ii)

[35] Ver Staff of the International Monetary Fund and the Bank for International Settlements, and the Secretariat of the Financial Stability Board, *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations; Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors* [en línea], disponible en *http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_091107c.pdf* [consulta: 31 de marzo de 2016].

que tiene el potencial de generar serias consecuencias negativas para la economía real".

Como se observa, la naturaleza general de esta definición permite entender, por ejemplo, que los eventos sistémicos no solamente están referidos a una situación de incapacidad de pago, sino de cualquier tipo de situación que pueda implicar la falla de los servicios financieros.

Así, pueden generarse riesgos de tipo sistémico por circunstancias de diversa naturaleza como la grave suspensión de servicios a través de medios electrónicos o el fallo material en el funcionamiento de las entidades proveedoras de infraestructura, como las administradoras de sistemas de negociación, custodios y cámaras de riesgo central de contraparte.

Adicionalmente, en el documento citado la Junta de Estabilidad Financiera establece tres criterios fundamentales para la evaluación del riesgo sistémico. Tales criterios son: (i) el tamaño de la institución, que hace referencia al volumen de los servicios financieros prestados por un componente individual del sector financiero, (ii) la facilidad de sustitución, que se encuentra asociada a la posibilidad de que otros sectores o instituciones del sistema se encuentren en la capacidad de reemplazar las funciones o actividades que desarrolla la entidad, y (iii) la interconexión, que se entiende como la materialidad de los vínculos que la entidad tiene con el resto del sistema, lo cual a su vez se asocia con la probabilidad de que el estrés financiero en una entidad dada genere inestabilidad financiera en entidades relacionadas[36].

Teniendo en cuenta la importancia de evaluar de forma precisa la materialidad del riesgo sistémico que puede generar una entidad financiera dada, un tema en el cual se ha avanzado de manera importante desde la crisis global es el desarrollo de indicadores cuantitativos y cualitativos para los reguladores. Entre los aspectos que pueden considerarse dentro de tales indicadores, en adición a los criterios citados anteriormente, se encuentran situaciones como el grado de apalancamiento, la complejidad de la entidad (involucra multiplicidad de líneas de productos y servicios novedosos o innovadores), la situación de liquidez, y la posibilidad de descalce en sus obligaciones.

[36] Ver Autorregulador del Mercado de Valores, *Entidades Financieras Sistémicamente Importantes (SIFIs), Autorregulador del Mercado de Valores* [en línea], disponible en *http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20120117036 39.pdf* [consulta: 31 de marzo de 2016].

B) *Función de los reguladores del mercado de valores en materia sistémica*

A pesar de que el tercer objetivo de la regulación de mercados de valores se encuentra acogido por la OICV - IOSCO desde 1998, este es un componente en el cual no se han enfocado los reguladores del mercado de valores tradicionalmente.

Ha sido tendencia natural en los mercados financieros, que las autoridades de los mercados de valores se orienten primordialmente hacia temas como el desarrollo y funcionamiento adecuado de los mercados, la transparencia en el acceso a la información, la prevención de abusos de mercado como la manipulación y el uso indebido de información privilegiada, y el cumplimiento de las obligaciones frente a los clientes.

Entre los deberes frente a los clientes se encuentra el suministro de información, el establecimiento y uso de perfiles de riesgo y el suministro de asesoría. También podemos citar los estándares de gobierno corporativo de los emisores de valores como un área en la cual se ha observado un gran esfuerzo por parte de las autoridades de valores.

En razón a que tradicionalmente los reguladores del mercado de valores se han enfocado a temas como los citados, y a que existen reguladores prudenciales y bancos centrales que tienen como misión fundamental asegurar la estabilidad monetaria y financiera, se ha observado históricamente que en muchas jurisdicciones, las autoridades de valores han dejado su responsabilidad en materia sistémica en un segundo plano.

Después de la crisis financiera global de 2008, existió una reflexión pública por parte de la OICV-IOSCO, reconociendo la necesidad de cambiar el paradigma de las autoridades de valores frente al riesgo sistémico[37]. Sin duda, la crisis financiera demostró que la innovación en productos propios del mercado de valores, como fueron las titularizaciones *sub-prime* pueden ser el origen de una dinámica de mercado que resulta altamente nociva para todo el sistema financiero, y para la estabilidad macroeconómica en general.

Se observó que conductas que antes se consideraban típicas del mercado de valores y que tenían un impacto limitado a productos especializados, como los conflictos de interés en la estructuración de portafolios

[37] Ver el discurso de Jane Diplock, Chairman del Comité Ejecutivo de IOSCO, en la Conferencia de IOSCO de Montreal, en junio de 2010, en *http://www.iosco2010.com/pdf/discours/pan4_jane_diplock.pdf*

de inversión, las prácticas de ventas a clientes inversionistas (inversionistas *retail*), y la calificación de valores, pueden generar una cadena de acontecimientos financieros que terminaron generando un impacto sistémico de alcance global.

De hecho, en la reforma de los principios de IOSCO de 2010[38], uno de los ocho principios modificados se refiere expresamente al papel de los reguladores[39] de valores en materia de riesgo sistémico, así:

"Principio 6: El Regulador debe tener o contribuir al proceso de monitorear, mitigar y administrar el riesgo sistémico, en forma apropiada de conformidad con su mandato"[40].

En la anterior versión de los principios no existía un texto sobre esta materia, por lo cual la inclusión citada representa el más claro ejemplo del cambio en el paradigma regulatorio frente al riesgo sistémico, por parte de las autoridades del mercado de valores.

En línea con lo anterior, se ha observado una tendencia al establecimiento de foros de reguladores financieros nacionales, con el propósito de contar con espacios que faciliten a las diferentes autoridades (prudenciales, de mercado de valores, banca central, entre otros), adelantar un trabajo conjunto y coordinado. Las autoridades financieras reconocen hoy que para asegurar la estabilidad sistémica, se requiere la contribución de las habilidades e información que todas ellas poseen.

Consecuentemente, la crisis elevó el nivel de conciencia en las autoridades de los mercados de valores, sobre la importancia de participar más activamente y en conjunto con otras entidades de regulación y vigilancia del sector financiero, para la administración efectiva del riesgo sistémico.

De otro lado, en épocas recientes se ha observado un especial interés por parte de los reguladores de valores de algunas jurisdicciones, de actuar más decididamente en situaciones del mercado de valores que por su naturaleza pueden generar riesgo sistémico, en relación con las cuales tienen un mayor conocimiento especializado que cualquier otra autoridad financiera.

[38] Disponible en *http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf*

[39] Se utiliza la palabra "regulador" para ser fiel a la versión original, pero debe anotarse que mediante este término se hace referencia a las autoridades de supervisión, como comisiones o superintendencias.

[40] Organización Internacional de Comisiones de Valores, *Objetivos y principios de la regulación de valores,* junio de 2010 [en línea], disponible en *https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf* [consulta 28 de marzo de 2016].

Un caso ilustrativo es el relacionado con el fenómeno de las operaciones de alta frecuencia (conocido como *High Frequency Trading*) a través de algoritmos de generación de órdenes. En 2010 ocurrió un evento de mercado que se conoció como el *flash-crash* de mayo 6, que afectó de forma material el desarrollo del mercado accionario de Estados Unidos y que tuvo su origen en este tipo de órdenes. Estas situaciones pueden ser consideradas como un evento de riesgo sistémico de acuerdo con la definición estudiada anteriormente, y sin duda alguna se trata de materias en las cuales las autoridades de valores están llamadas a asumir su papel de liderazgo.

Otro ejemplo relevante es la intervención para la suspensión de operaciones en corto. Durante la crisis financiera, una de las reacciones preventivas y de naturaleza sistémica fue la prohibición de operaciones en corto sobre acciones de entidades financieras[41]. A pesar de que no existe consenso sobre el efecto y razonabilidad de este tipo de intervención, se ha observado un activismo de las autoridades de valores para evitar que se exacerben tendencias bajistas en los mercados, mediante este tipo de acciones de intervención.

C) *Perímetro regulatorio*

Una de las grandes lecciones de la crisis financiera global de 2008 fue la evidencia de que existen entidades financieras no sujetas a regulación o intervención estatal, pero que pueden generar un riesgo sistémico, e incluso un riesgo de contagio sistémico de carácter global. Un buen ejemplo de tal situación es el caso de la sociedad matriz del conglomerado de sociedades aseguradoras, AIG, la cual no estaba sujeta a regulación o supervisión estatal, y que por medio de la venta de *credit default swaps* contribuyó de manera importante al riesgo sistémico en el contexto de la citada crisis[42].

El paradigma tradicional sobre intervención del Estado en el sector financiero, parte del concepto de captación de recursos del público, y de categorías claramente definidas, entre las cuales se encuentran las actividades financieras, bursátiles y aseguradoras. Usualmente se ha considerado que son tales actividades, por involucrar la administración

[41] Ver United States of America Securities and Exchange Comission, *SEC Halts Short Selling of Financial Stocks to Protect Investors and Markets,* disponible en *http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-211.htm* [consulta: 30 de marzo de 2016].

[42] Ver Michael Lewis, *The Big Short: Inside the Doomsday Machine*, Nueva York, W. W. Norton & Company, 2010.

de recursos de terceros de forma masiva, aquellas que deben ser objeto de intervención estatal.

Lo ocurrido en la crisis financiera referida cambió sustancialmente esta aproximación, llevando a replantear lo que se ha denominado como el perímetro regulatorio. Hoy en día se considera que deben existir criterios adicionales para definir cuáles son las instituciones que por su capacidad de generar riesgo sistémico, deben ser cobijadas con la regulación, así no desplieguen directamente alguna de las acciones que constituían tradicionalmente el concepto de actividad financiera.

Este ajuste conceptual se evidencia en la incorporación de un nuevo principio de la OICV – IOSCO[43] , que transcribimos a continuación:

"Principio 7: El Regulador debe contar con un proceso o contribuir con el proceso de revisión periódica del perímetro de la regulación"[44].

Mediante este proceso se reconoce que la actividad financiera es esencialmente dinámica y que es natural que la innovación propia de la industria genere nuevas actividades o fuentes de riesgos sistémicos. Por lo tanto, es necesario que los reguladores evalúen continuamente si existen instituciones que por sus actividades o características deben ser objeto de regulación, a pesar de que su actividad no se enmarque en principio como una actividad de naturaleza financiera.

A partir de esta idea se ha desarrollado un concepto nuevo en la regulación financiera, de gran relevancia en las discusiones de política sobre intervención del Estado en la actividad financiera, que es el de Entidad Financiera Sistémicamente Importante (SIFI, por sus siglas en inglés)[45]. Mediante esta categoría, se busca cobijar a cualquier tipo de entidad que en razón a la naturaleza de sus actividades, su tamaño y su nivel de interconexión con el sector financiero, se encuentre en la posibilidad de generar riesgo sistémico[46].

Entre estas entidades pueden encontrarse instituciones vinculadas (matrices o subsidiarias) a entidades financieras no reguladas, com-

[43] En español, Organización Internacional de Comisiones de Valores, en inglés International Organization of Securities Commissions.

[44] Organización Internacional de Comisiones de Valores, *Objetivos y principios de la regulación de valores,*.junio de 2010 [en línea], disponible en *https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf* [consulta 28 de marzo de 2016].

[45] También se ha desarrollado la noción de G-SIFI, que corresponde a las entidades que pueden generar un riesgo sistémico global. Esta definición es importante para orientar los esfuerzos de diferentes jurisdicciones para afrontar riesgos trasnacionales.

[46] Ver Autorregulador del Mercado de Valores, *Entidades Financieras Sistémicamente Importantes (SIFI)*..

pañías del sector real que invierten altos montos de recursos en los mercados de capitales, entidades de servicios relacionados como las emisoras de tarjetas de crédito, y empresas que ofrecen servicios de banca de inversión, entre otras.

La Ley Dodd-Frank adoptada en 2010 por el Congreso de Estados Unidos adoptó esta aproximación macro-prudencial para orientar la intervención del sector financiero, y definió tres tipos de categorías de SIFI. Estas tres categoría incluyen: (i) matrices de entidades financieras con cierto tamaño y entidades extranjeras que sean matrices de subsidiarias o sucursales locales, (ii) entidades no financieras que sean designadas como SIFI por el Consejo de Supervisión a la Estabilidad Financiera (FSOC, por sus siglas en inglés) por estar "predominantemente enfocadas" en actividades financieras, y (iii) entidades de infraestructura del sector financiero designadas como SIFI por el FSOC.

Como se observa, el concepto de riesgo sistémico está siendo objeto de una revisión sustancial global y en las jurisdicciones que cuentan con mercados de valores desarrollados. Como consecuencia de la crisis financiera global, este tercer objetivo de los principios de OICV-IOSCO, ha adquirido una nueva dimensión, y son diferentes los temas que aún se encuentran en discusión.

En el Anexo 2 del capítulo II se desarrolla el tema de las crisis en los mercados de valores y su incidencia en la regulación, como un complemento necesario de apoyo al lector, dada la relación que históricamente ha existido entre la regulación del mercado de valores y las circunstancias de crisis que originan muchas de las normas que conforman esta disciplina jurídica.

D) *Principios de IOSCO*

Los principios de IOSCO se refieren a una variedad de materias de gran relevancia para asegurar el cumplimiento de los objetivos. Dado que son declaraciones acordadas de manera multilateral por los reguladores del mundo, se refieren de manera general a problemáticas comunes en los mercados de valores. El estudio de los principios permite observar de una manera comprensiva cuáles son los temas generalmente aceptados por la comunidad internacional como fundamentales para la adecuada regulación de los mercados de valores.

En la reforma de 2010 se acogieron 38 principios, muchos de los cuales serán estudiados en mayor detalle en cada uno de los apartes de esta obra, en los cuales tengan especial relevancia. Por ahora, es importante

mencionar que los principios fueron distribuidos en 9 secciones, de la siguiente manera:

- Principios relacionados con el regulador (8)
- Principios sobre autorregulación (1)
- Principios de cumplimiento,supervisión y disciplina- (3)
- Principios sobre cooperación (3)
- Principios sobre emisores (3)
- Principios sobre auditores, agencias calificadoras de riesgo y otros proveedores de servicios de información (5)
- Principios sobre vehículos de inversión colectiva (5)
- Principios sobre intermediarios del mercado (4)
- Principios sobre mercados secundarios (6)

En 2010 se incluyeron 8 nuevos principios. En las secciones anteriores nos hemos referido a los principios 6 y 7, relacionados con la función de los reguladores de valores frente al riesgo sistémico y la revisión continua del perímetro regulatorio, respectivamente.

Los otros 6 nuevos principios se refieren a la función del regulador en relación con los conflictos de interés y a prevenir la existencia de incentivos indebidos (Principio 8); la necesidad de supervisar adecuadamente a los auditores (Principio 19); la independencia de los auditores frente a los emisores (Principio 20); la supervisión de la agencias calificadoras de riesgo cuyas calificaciones tengan relevancia regulatoria (Principio 22); la necesidad de contar con regulación apropiada para las entidades que ofrezcan a los inversionistas servicios de análisis y evaluación (Principio 23), y la importancia de que los fondos de cobertura y sus administradores estén sujetos a una supervisión adecuada (Principio 28).

BIBLIOGRAFÍA

A) *Doctrina*

Autorregulador del Mercado de Valores, *Entidades Financieras Sistémicamente Importantes (SIFI), Autorregulador del Mercado de Valores, disponible* [en línea], disponible en *http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/2012011703639.pdf* [consulta: 31 de marzo de 2016].

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

Coffee, John Jr.: *The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control* [en línea], disponible en *http://www.yalelawjournal.org/images/pdfs/455.pdf* [consulta: 31 de marzo de 2016].

Edwards, Robert D., Magee, John y Bassetti, W. H. C.: *Technical Analysis of Stock Trends*, American Management Association, 2007.

Fama, Eugene: "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", en *The Journal of the American Dinance Association*, vol. 25 Issue 2, mayo 1970.

Gilson, Ronald J. and, Black, Bernard S.: "Does Venture Capital Require an Active Stock Market?", en *Journal of Applied Corporate Finance*, 1999. Disponible en *http://ssrn.com/abstract=219174* [consuta: 20 de abril de 2016].

Jensen, Michael y Meckling, William: "Theory of the Firm: Managerial Behavior,Agency Costs and Ownership Structure" en *Journal of Financial Economics,* vol. 3, octubre de 1976.

Krugman, Paul: *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, Nueva York W. W. Norton, 2008.

La Porta, Rafael; Lopez de Silanes, Florencio and Shleifer, Andrei: "Corporate Ownership Around the World", en *Harvard Institute of Economic* Research Paper No. 1840, Abril de 1999, disponible en *http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/0022-1082.00115/pdf* [consulta: 28 de marzo de 2016].

Lewis, Michael: *The Big Short: Inside the Doomsday Machine*, Nueva York, W. W. Norton & Company; 2010.

Mancur, Olson: *The logic of Collective Action. : public goods and the theory of groups*, Londres, Harvard University Press, 1971.

Martínez Neira, Nestor Humberto: *Cátedra de derecho bancario colombiano*, Bogotá, Legis, 2004, caps. I y III.

Organización Internacional de Comisiones de Valores, *Objetivos y Principios de la Regulación de Valores Junio de 2010* [en línea], disponible en *https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf* [consulta 28 de marzo de 2016].

Pistor Katharina y Xu Chenggang: "Incomplete Law - A Conceptual and Analytical Framework and its Application to the Evolution of Financial Market Regulation", en *Journal of International Law and Politics*, vol. 35, núm. 4, 2003, disponsible en *http://ssrn.com/abstract=310588* [consulta 28 de marzo de 2016].

ROSS, NESTOR, ZERVOS, SARA: "Stock Market Development and Long-Run Growth", en *World Bank Economic Review*, vol. 10, núm. 2, 1996.

SPENCE, MICHAEL: "Job Market Signaling", en *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 87, núm. 3, Agosto de 1973, disponible en *http://links.jstor.org/sici?sici=0033-5533%28197308%2987%3A3%3C355%3AJMS%3E2.0.CO%3B2-3* [consulta: 21 de abril de 2016].

Staff of the International Monetary Fund and the Bank for International Settlements, and the Secretariat of the Financial Stability Board, *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations; Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors* [en línea], disponible en *http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_091107c.pdf* [consulta: 31 de marzo de 2016].

United States of America. Securities and Exchange Comission, *SEC Halts Short Selling of Financial Stocks to Protect Investors and Markets*, disponsible en *http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-211.htm* [consulta: 30 de marzo de 2016].

B) *Normas Jurídicas*

Ley 222 de 1995. Colombia.

Ley 1328 de 2011. Colombia.

Sección II. Características del derecho del mercado de valores

Néstor Camilo Martínez Beltrán*

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

El ámbito de aplicación del derecho del mercado de valores puede caracterizarse desde dos perspectivas: la subjetiva y la objetiva.

En la perspectiva subjetiva, esta área del derecho tiene como destinatarios a los emisores de valores, a los intermediarios y a los inversionistas, así como también a los proveedores de infraestructura que posibilitan el adecuado funcionamiento del mercado, como son las Bolsas, los Sistemas de Negociación, los Sistemas de Registro, los Depósitos, las Cámaras de Compensación, las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte y los Sistemas de Pago.

Desde la perspectiva objetiva, la disciplina jurídica que nos ocupa se aplica a las actividades del mercado de valores, en particular la emisión y oferta de valores; la intermediación de valores; la administración de fondos de inversión; el depósito, la administración y la custodia de valores; la administración de sistemas de negociación o de registro de valores; la compensación y liquidación de valores; la calificación de riesgos; la autorregulación, y el suministro de información al mercado[47].

Por lo que hace a la naturaleza del derecho del mercado de valores tradicionalmente las diferentes áreas del derecho suelen clasificarse entre dos ramas: las que pertenecen al derecho público y las que pertenecen al derecho privado (*summa divisionis* o teoría dualista).

La doctrina ha desarrollado diferentes teorías encaminadas a establecer una frontera entre el derecho público y el derecho privado, que

* Néstor Camilo Martínez Neira es abogado de la Pontificia Universidad Javeriana. Especialista en legislación financiera de la Universidad de los Andes. Máster en Derecho (LL.MM.) de Georgetown University. Actualmente es abogado en la firma DLA Piper Martínez Beltrán.

[47] Colombia, Ley 964 de 2005, art. 3°.

permita enmarcar dentro de la *summa divisionis* a todas las áreas del derecho. Según la denominada teoría clásica del interés, las reglas jurídicas del derecho público procuran un provecho general, colectivo antes que particular, y en sentido contrario, las normas de derecho privado tienden hacia la protección, o mejor, el cubrimiento de las relaciones particulares, eso si, las unas íntimamente relacionadas con las otras, pero con esferas de aplicación y elementos característicos propios[48].

Así, en primera medida, se puede considerar que el derecho del mercado de valores es de carácter público en tanto el Estado, mediante su normativa, vela por intereses superiores de la sociedad, relacionados con la organización y el buen funcionamiento del mercado. Este aspecto se refleja en las normas de los países estudiados en esta obra. En efecto, por vía de ejemplo, se destacan como objetivos de la Ley del Mercado de Valores de Colombia[49], los de la protección de los derechos de los inversionistas en tanto en el mercado se manejan, aprovechan e invierten recursos captados del público; la preservación de la estabilidad, transparencia y la disciplina del mercado, y la promoción del desarrollo del mercado. De igual manera, en el caso peruano, la Ley del Mercado de Valores dispone: "[l]a finalidad de la presente Ley es promover el desarrollo ordenado y la transparencia del mercado de valores, así como la adecuada protección del inversionista"[50]. También en el caso mexicano, la Ley del Mercado de Valores tiene por objeto "desarrollar el mercado de valores en forma equitativa, eficiente y transparente; proteger los intereses del público inversionista; minimizar el riesgo sistémico; fomentar una sana competencia"[51].

De allí que se requiera de un acto habilitante del Estado tanto para realizar una oferta pública de valores, y para efectuar la actividad de intermediación en el mercado, así como la existencia de un régimen de conductas de los operadores del mercado, por mencionar algunos aspectos del régimen.

[48] GERMÁN ROJAS GONZÁLEZ, *Introducción al derecho*, Bogotá, ECOE, 2004, pág. 23. Ver también, MIGUEL VILLORO TORANZO, *Derecho público y derecho privado,* México D. F., Jus, 1975.

[49] Estos principios fueron recogidos por el art. 1° de la Ley 964 de 2005 de Colombia. En el mismo sentido, la Constitución Política colombiana en su art. 335 establece que las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público son de interés público.

[50] Decr.-leg. 861 de 2002, art. 1° [por el cual se aprueban modificaciones a la Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras].

[51] Objeto de la Ley del Mercado de Valores de México, de 2005.

Sin perjuicio de lo mencionado, también es posible considerar que el derecho del mercado de valores tiene facetas y naturaleza de derecho privado, en tanto que en dicho mercado confluyen intereses y fines propios de la esfera particular, se realizan habitualmente negocios de carácter patrimonial entre emisores e inversionistas para la colocación y circulación de valores, desarrollados mediante contratos comerciales en los cuales tienen cabida la autonomía de la voluntad privada y el régimen propio de los actos y negocios jurídicos[52]. En igual sentido, el proceso corporativo de los emisores de valores y de los demás participantes del mercado, asambleas de accionistas, juntas directivas, auditores, etc., el contrato de estructuración de emisiones de valores, el contrato de colocación de valores, el contrato de comisión, entre otros[53], corresponden, precisamente, a relaciones privadas regidas por los principios y normas propias del derecho privado, con sujeción a las disposiciones imperativas aplicables.

De acuerdo con lo anterior, no es pacífico el determinar la naturaleza jurídica del derecho del mercado de valores. Sin perjuicio de ello, y en razón de tal dificultad, es dable concluir que esta área va más allá de la mencionada *summa divisionis*, constituyendo en si mismo una rama especializada del derecho (*nova principium divisionis*), en sintonía con otras áreas del derecho económico, como es el caso del derecho bancario[54]. Esta confluencia entre el derecho público y el derecho privado se hace aún más evidente y especial en el caso del mercado de valores, en tanto existen esquemas propios, como el de la autorregulación regulada de los miembros del mercado, que evidencian el carácter en cita, pues como lo afirma Rosillo, la autorregulación regulada o intervenida "se desarrolla con el fin de cubrir espacios que no alcanzan a ser abarcados por la actuación estatal y donde hay intereses públicos que proteger"[55]. Se trata entonces de organismos habilitados y regulados por el Estado, pero dirigidos y administrados con autonomía por particulares, que en sus funciones protegen intereses públicos.

[52] Javier Ibáñez Jiménez, *La contratación en el mercado de valores,* Madrid, Marcial Pons, 2001, págs. 109 y ss.

[53] Vid. Carlos Alberto Velásquez Restrepo, *Nuevas orientaciones del derecho comercial,* Medellín, Juridica Dike, 1999. Ver Fernando Sánchez Calero, *Instituciones de derecho mercantil*, vol. 2, Navarra, Thomson, Aranzadi, 2005.

[54] Néstor Humberto Martínez Neira, *Cátedra de derecho bancario colombiano*, Bogotá, Legis, 2003, pág. 11.

[55] Mauricio Rosillo Rojas, "La autorregulación en el mercado de valores", en *Revista de Derecho Privado* núm. 39, Universidad de los Andes, 2008, pág. 5.

2. CARACTERÍSTICAS DEL DERECHO DEL MERCADO DE VALORES

A continuación se exponen las principales características del derecho del mercado de valores.

A) *Mutabilidad*

El desarrollo del mercado de valores está permanentemente sometido a la creación de nuevas modalidades de instrumentos de captación de recursos, medios para ofrecer dichos instrumentos, mecanismos de negociación, de generación de precios y, en general, al ingenio de sus participantes que día tras día estudian estructuras y fórmulas que les permitan ser más eficientes en la generación de valor.

Una tarea del regulador, ante el constante desarrollo del mercado, consiste en que las normas que rigen el mercado de valores sean actuales. Es así como puede suceder que las normas de hoy en un corto plazo resulten insuficientes o incluso inconvenientes para el adecuado funcionamiento del mercado, o que las nuevas operaciones y negocios de los agentes del mercado escapen de toda regulación actual[56].

Lo anterior es una manifestación clara de que el legislador se encuentra en incapacidad de responder eficiente y oportunamente a la necesidad que tiene el mercado de valores, que en razón a la evolución mercantil, se encuentra en habitual y constante transformación.

Es por ello por lo que la actividad de regulación del mercado de valores y, en general, de las ramas del derecho, caracterizadas por la mutabilidad, como lo son las referentes al derecho económico y comercial, está en su gran mayoría en cabeza del poder ejecutivo o de algún órgano comisionado que, en uno u otro caso, ofrecen la flexibilidad requerida para que el derecho tenga la capacidad de responder a la dinámica del mercado de valores. De manera que es natural que la regulación de este mercado se encuentre determinada por una Ley marco que siente

[56] "En síntesis, las funciones de la Superintendencia Financiera no dependen de la actuación o no del organismo de autorregulación. En este orden de ideas, no importa que el organismo de autorregulación actúe en uno u otro sentido sobre alguno de los agentes que lo integran ya que la Superintendencia Financiera no perderá competencia y podrá ejercer sus facultades públicas sobre el mismo tema, sin que por ello se viole el principio del *non bis in idem*, como veremos más adelante, pues se trata de competencias distintas". Autorregulador del Mercado de Valores (AMV), *Doctrina de la autorregulación del mercado de valores en Colombia. 2001-2006* [en línea], disponible en *http://amvcolombia.org.co/index.php?pag=home&id=35%7C63%7C0* [consulta: 30 de marzo de 2016], pág. 38.

las bases mínimas y sea desarrollada y actualizada por medio de actos administrativos tales como decretos, resoluciones y circulares de los organismos de regulación que, bajo esta línea, cumplan con los requerimientos vigentes del mercado.

Así, en Colombia, por ejemplo, desde la expedición de la Ley 964 de 2005 hasta la expedición del decreto 2555 de 2010, que reúne y reexpide en un único decreto las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores, el gobierno nacional expidió más de veintinueve decretos[57]. A su vez, hasta el mes de diciembre de

[57] Así, a manera ilustrativa, se tienen los decretos que seguidamente se mencionan, advirtiendo que en la sección VII, del capítulo I del tomo I de la obra se trata en detalle la evolución y el desarrollo normativo del mercado de valores en Colombia:

Decreto 4759 de 2005, reglamenta parcialmente el art. 22 de la Ley 964 de 2005, en lo relacionado con el defensor del cliente del mercado de valores.

Decreto 4432 de 2006, dicta disposiciones sobre las operaciones de reporto o repo, simultáneas y transferencia temporal de valores.

Decreto 3923 de 2006, regula la elección de los miembros independientes de las juntas directivas de los emisores de valores.

Decreto 3140 de 2006, regula la oferta pública de valores emitidos por gobiernos extranjeros, entidades públicas extranjeras y organismos multilaterales.

Decreto 3139 de 2006, dicta normas relacionadas con la organización y funcionamiento del Sistema Integral de Información del Mercado de Valores -SIMEV-.

Decreto 1941 de 2006, dicta disposiciones sobre ofertas públicas de adquisición.

Decreto 1511 de 2006, establece normas aplicables a las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*, sus miembros y los organismos de compensación y liquidación de las operaciones que se realicen por su conducto y se dictan otras disposiciones.

Decreto 1565 de 2006, dicta disposiciones para el ejercicio de la actividad de autorregulación del mercado de valores.

Decreto 1564 de 2006, regula la oferta pública de valores por emisores extranjeros y sucursales de entidades extranjeras.

Decreto 3780 de 2007, dicta disposiciones sobre ofertas públicas de valores mediante la construcción del libro de ofertas y se dictan otras disposiciones.

Decreto 3032 de 2007, reglamenta los servicios financieros prestados por las sociedades comisionistas de bolsa de valores a través de corresponsales.

Decreto 2939 de 2007, modifica el decreto 666 de 2007, sobre operaciones de cuentas de margen.

Decreto 2938 de 2007, modifica la resolución 400 de 1995 de la Sala General de la Superintendencia de Valores.

Decreto 2893 de 2007, regula las cámaras de riesgo central de contraparte y se dictan otras disposiciones.

2016, el decreto 2555 ya había sido reformado o complementado en varias oportunidades[58].

Decreto 2177 de 2007, regula la oferta de valores en el exterior.

Decreto 2175 de 2007, regula la administración y gestión de las carteras colectivas.

Decreto 1802 de 2007, dicta disposiciones sobre operaciones preacordadas.

Decreto 666 de 2007, reglamentación de cuentas de margen.

Decreto 565 de 2007, prorroga la entrada en vigencia de los decretos 4432 de 2006 y 343 de 2007 (repos y Simultáneas).

Decreto 4808 de 2008, regula la negociación de acciones y bonos obligatoriamente convertibles en acciones inscritos en bolsas de valores, de los instrumentos financieros derivados cuyo activo subyacente sean acciones inscritas en dichas bolsas y de otros valores de renta variable que se inscriban en estas bolsas, y se dictan otras disposiciones.

Decreto 2555 de 2008, reglamenta el inc. 3° del art. 22 de la Ley 964 de 2005.

Decreto 1797 de 2008, regula, para efectos tributarios, el régimen de las cámaras de riesgo central de contraparte y de algunas operaciones sobre derivados.

Decreto 1796 de 2008, reglamenta las operaciones con instrumentos financieros derivados y productos estructurados, tanto en el mercado mostrador como en sistemas de negociación de valores, realizadas por las entidades sometidas a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Decreto 1350 de 2008, modifica la resolución 400 de 1995 de la Sala General de la Superintendencia de Valores.

Decreto 1340 de 2008, reconoce la calidad de valor, se dictan normas para la inscripción en el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores -SIMEV- y reglamenta valores objeto de negociación en las bolsas de productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*.

Decreto 1121 de 2008, reglamenta la actividad de intermediación en el mercado de valores.

Decreto 1120 de 2008, reglamenta los sistemas de negociación de valores y de registro de operaciones sobre valores.

Decreto 4939 de 2009, modifica la resolución 400 de 1995 de la Sala General de la Superintendencia de Valores.

[58] Decreto 4805 de 2010, adiciona un Título al Libro Primero de la Parte Tercera del decreto 2555 de 2010 y se dictan otras disposiciones. "Título 15 de los Fondos Bursátiles, inscripción automática de valores emitidos por carteras colectivas escalonadas, cerradas, por fondos de capital privado y fondos bursátiles, entre otros".

Decreto 4804 de 2010, modifica los requisitos establecidos en el decreto 2555 de 2010 para la oferta de valores emitidos por entidades extranjeras.

Decreto 4087 de 2010, adiciona un capítulo al Título Sexto del Libro Quince de la Parte Segunda del Decreto 2555 de 2010. "Capítulo II del listado de valores de renta variable en los sistemas de cotización de valores del extranjero mediante acuerdos o convenios de integración de bolsa de valores".

Hasta aquí, se puede afirmar que la permanente actividad de regulación se enmarca dentro de dos gestiones simultáneas: (i) la de revisión y (ii) la de creación. La primera, tiene como objeto verificar que la regulación vigente esté actualizada frente a las dinámicas del mercado de valores y, la segunda, hace referencia a la necesidad de crear nueva regulación que recoja las más recientes novedades de este escenario mercantil. Lo anterior, independientemente de que el resultado regulatorio sea orientador, permisivo o restrictivo frente a las actividades propias del sector.

Por otra parte, es importante apuntar que la mutabilidad del derecho del mercado de valores no hace referencia exclusiva a la capacidad del regulador de adecuar la normativa rápidamente o a la capacidad del regulador de plasmar en la normativa las verdaderas necesidades del mercado, sino también al hecho de que se abran las puertas a escenarios de discusión con los diferentes participantes de la industria para la toma de decisiones en lo que al ámbito normativo se refiere, pues son ellos pieza fundamental del entorno económico referido. Esta necesidad implica la creación de organismos autorreguladores de los participantes que, como consecuencia de su relación con la industria, están en capacidad de atender rápida y adecuadamente las necesidades normativas del mercado de valores.

B) *Carácter profesional*

Según Savatier[59], para que un derecho sea calificado como profesional, "se requiere que el ordenamiento correspondiente reconozca unos derechos particulares a quienes ejercen la profesión; al propio tiempo debe imponerles unas obligaciones correlativas para proteger

---

Decreto 3960 de 2010, modifica el Libro Catorce de la Parte Segunda del decreto 2555 de 2010. "Normas aplicables a los depósitos centralizados de valores".

Decreto 2826 de 2010, modifica los arts. 5.2.6.1.2 y 6.11.1.1.2 del decreto 2555 de 2010.

Decreto 2775 de 2010, modifica el decreto 2555 de 2010, sobre las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores

Decreto 2279 de 2010, formadores de liquidez del mercado de valores.

Decreto 985 de 2010, reglamenta la actividad de proveer precios en el mercado, la valoración de inversiones de las entidades sometidas a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia.

[59] Citado en Gabino Pinzón, *Introducción al derecho comercial*, Bogotá, Edit. Temis, 1985, pág. 6.

los intereses generales de la profesión y, finalmente, debe subordinar los intereses profesionales a los intereses sociales y a la seguridad de los terceros".

El derecho del mercado de valores cumple con los tres requisitos identificados por SAVATIER. El primero, relacionado con el reconocimiento de unos derechos particulares para quienes ejercen la profesión, se materializa por el hecho de que solamente las personas autorizadas por la ley pueden actuar de manera profesional en el mercado de valores. Este es el caso de los intermediarios del mercado de valores, quienes son los únicos que pueden realizar operaciones de intermediación de valores. Los particulares, que no ostentan la calidad de intermediarios del mercado, no pueden realizar legítimamente actividades de intermediación.

El segundo elemento, relativo a la imposición de obligaciones correlativas a los derechos para proteger los intereses generales de la profesión, también se cumple. Los actores del mercado de valores son objeto de un extenso catálogo de deberes y obligaciones, impuestos por el legislador, el regulador y los organismos autorreguladores.

Finalmente, la tercera característica hace referencia a que se deben subordinar los intereses profesionales de los actores del mercado de valores a los intereses sociales y a la seguridad de los terceros. En ese sentido, por medio de este mercado se gestionan y administran recursos del público, y la regulación del mercado y los deberes que deben observar los sujetos e intermediarios del mercado, están precisamente encaminados a proteger a los usuarios del sistema y a la economía en general.

De manera que el derecho del mercado de valores cumple con todos las características que doctrinalmente se señalan para ser definido como un derecho de carácter profesional.

C) *Internacionalización*

La apertura de las economías más el flujo de información global, llevaron a que el mercado de valores haya dejado de ser un mercado limitado a las fronteras de los países, para convertirse verdaderamente en un mercado global. Hoy es innegable que, independientemente del lugar de su ubicación, los inversionistas buscan alternativas de inversión globales, así como que los emisores de valores, en su interés de consecución de recursos, buscan inversionistas ubicados en cualquier parte del mundo, de ordinario, donde haya liquidez.

El mercado global de valores es posible gracias a que los emisores de valores, de una parte, requieren de liquidez y a que los inversionistas, de otra, buscan constantemente oportunidades para colocar productivamente sus recursos, en un entorno en el que los desarrollos tecnológicos y de comunicaciones hacen que la información financiera de los diferentes mercados sea accesible prácticamente para cualquier persona interesada desde cualquier parte del mundo.

De hecho, las firmas de abogados y los banqueros de inversión que estructuran emisiones, buscan que el emisor pueda acceder a la mayor liquidez posible, que en ocasiones se encuentra en países distintos al del domicilio del emisor. Para ello es usual que el emisor, conjuntamente con sus asesores, realice viajes para visitar posibles inversionistas de la emisión[60]. Esta búsqueda de liquidez globalizada ha llevado a que, por ejemplo, una emisión de valores en Colombia, realizada por un emisor colombiano, tenga inversionistas de varios países como Estados Unidos, Brasil, Chile, Perú y otros países miembros de la Unión Europea.

La necesidad de liquidez también ha llevado a que emisores inscriban sus valores en bolsas ubicadas en el extranjero o que incluso realicen emisiones de valores en un país diferente al de su domicilio, de donde se pueden destacar los mercados más desarrollados (New York Stock Exchange – NYSE-, London Stock Exchange – LSE-, Tokyo Stock Exchange, Shanghai Stock Exchange, Nasdaq, y Shenzen Stock Exchange) a donde acuden frecuentemente emisores extranjeros, ya sea para listar los valores o realizar verdaderas emisiones. Esto tiene como consecuencia que un emisor sea sujeto de una normativa distinta a la de su país de origen, a manera de ejemplo, un emisor de valores chileno que tiene enlistadas sus acciones en la bolsa de Comercio de Santiago y unos Americam Depositary Receipts – ADRs– en la NYSE, es sujeto de la normativa chilena en temas societarios y del mercado de valores y en lo que a los valores respecta es objeto de la regulación de Estados Unidos, con todo lo que ello implica.

En Colombia, por ejemplo, la regulación[61] le permite a las sociedades domiciliadas en el país emitir y ofrecer sus valores en el extranjero con fundamento en la normativa del mercado de valores del lugar donde se ofrezcan los títulos. En todo caso, el emisor que haga una oferta de

[60] Estas visitas comúnmente se conocen como *roadshows* o *non-deal-roadshows*.

[61] Decr. 2555 de 2010, art. 6.12.1.1.1, 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.

valores en el extranjero, será objeto de la regulación colombiana en temas societarios, tributarios, régimen de cambios, entre otros. También es posible que sociedades domiciliadas fuera de Colombia realicen una oferta pública en Colombia o que listen sus valores en una bolsa de valores colombiana, en cuyo caso, a las sociedades extranjeras no les será aplicable el derecho societario/corporativo colombiano[62], pero sí la regulación del mercado de valores.

De manera que en un mercado de valores globalizado, los participantes, inversionistas, emisores, bancas de inversión, entre otros, son objeto de la regulación de todos los países donde participen. Así, los actores del mercado global están llamados a tener un conocimiento globalizado del mercado de valores, incluida la regulación relevante de las jurisdicciones donde participan. Este conocimiento les permite identificar las falencias y barreras de carácter regulatorio que impiden el adecuado desarrollo del respectivo mercado, teniendo como referente la regulación de los mercados desarrollados.

El objetivo de los gobiernos de desarrollar adecuadamente los respectivos mercados de valores nacionales, el conocimiento globalizado que han adquirido los participantes del mercado de valores, junto con la relación y comunicación que existe entre los primeros y los segundos, han contribuido a la reducción del arbitraje regulatorio entre los diferentes países. De allí que los mercados en desarrollo adopten una regulación similar a la de los mercados desarrollados, si bien no existe una total armonización normativa en todos los países.

Además, los reguladores del mercado de valores han desplegado escenarios en los cuales pueden estudiar y discutir las mejores prácticas y la normativa del mercado de valores. Este es el caso de organismos multilaterales que gozan de gran credibilidad internacional, como IOSCO, COSRA y la OECD, entre otros, que propenden que internacionalmente exista una armonización de la regulación de los mercados de valores, con los más altos estándares[63] y que han sido fuente importante para el desarrollo legislativo y regulatorio en esta materia.

[62] Decr. 2555 de 2010, art. 6.11.1.1.1.

[63] Para mayor información acerca de las entidades anotadas ver, sobre IOSCO: *http://www.iosco.org/*, Fernando Zunzunegui, *Conceptos y fuentes*, en FERNANDO ZUNZUNEGUI (coord.). *Lecciones de derecho bancario y bursátil*, Madrid, Constitución y Leyes (Colex), 2001, págs. 40 y ss. Para Cosra, A. A. SOMMER Jr., *IOSCO: Its mission and achievement* [en línea], disponible en *http://heinonline.org/HOL/LandingPage?collection=journals&handle=hein.journals/nwjilb17&div=7&id=&page=* [consulta: 30 de marzo de 2016].

Por ejemplo, IOSCO organiza anualmente una reunión de reguladores del mercado de valores, donde se discuten los temas regulatorios más importantes del mercado. De dichas reuniones han surgido trabajos tan trascendentes como los Principios para la Regulación del Mercado de Valores, que gozan de gran aceptación mundial[64], los cuales se presentan y estudian a lo largo de esta obra.

La globalización del mercado de valores ha llevado a que los mercados cada vez estén más integrados y a que se creen reguladores supranacionales. En el caso de la Unión Europea, aunque cada uno de sus Estados miembros tiene su propio regulador, existe un organismo llamado Autoridad Europea de los Mercados de Valores[65], que propende la convergencia reguladora y supervisora entre las diferentes autoridades del mercado de valores de los Estados miembros de la Unión Europea.

El Mercado Integrado Latinoamericano - MILA[66] por su parte, no tiene un regulador único, ni una entidad que propenda la armonización regulatoria, como sí sucede en la Unión Europea. En el caso del MILA, cada uno de los cuatro mercados cuenta con su propio regulador; no obstante, cada uno de ellos, de manera conjunta con sus respectivas bolsas de valores, ha manifestado su intención de desarrollar un proceso de armonización normativa con el objeto de eliminar el arbitraje regulatorio que sin dudas afecta el desarrollo del mercado integrado.

El dinamismo de los mercados de valores, el globalizado flujo de información, la búsqueda de liquidez fuera de las fronteras, conjuntamente con la integración de los mercados, determinan la existencia de un derecho del mercado de valores que no solamente comparte sus principios rectores, sino también su regulación, y que con el transcurso del tiempo buscará profundizar su unificación[67].

En lo referente a OECD: *http://www.oecd.org/home/0,2987,en_2649_201185_1_1_1_1_1,00.html* [consulta: 30 de marzo de 2016].

Las publicaciones de la organización determinadas en *http://miranda.sourceoecd.org/vl=28331531/cl=11/nw=1/rpsv/home.htm* [consulta: 30 de marzo de 2016].

[64] El 90 por ciento de los reguladores del mercado de valores en el mundo forman parte de IOSCO. Vid. *http://www.iosco.org/lists/*

[65] Su nombre en inglés es European Security and Markets Authority – ESMA.

[66] Para mayor información sobre el MILA, ver el capítulo sobre ofrecimiento transfronterizo de productos y servicios del mercado de valores.

[67] Alberto Javier Tapia Hermida, *Derecho del mercado de valores,* Barcelona, J. M. Bosch, 2000.

D) *Autonomía*

Según el concepto de autonomía de una rama del derecho, propuesto por el profesor RODRÍGUEZ, que es aceptado ampliamente por la doctrina nacional e internacional, una rama del derecho es autónoma cuando quiera que cumpla los siguientes tres rasgos[68]:

• Autonomía legislativa, que se traduce en la existencia de un ordenamiento promulgado por el poder legislativo, donde se encuentra una normativa propia y exclusiva de la respectiva rama.

• Autonomía científica, que se traduce en la existencia de unos principios y características propias, diferentes de los principios y características de otras ramas del derecho.

• Finalmente, la autonomía didáctica, que se traduce en la necesidad de que la regulación de la rama se encuentre sistematizada en un cuerpo, de donde se puedan extraer y estudiar los principios y características que rigen esa rama.

De la lectura de los requisitos para la existencia de una rama autónoma del derecho, se debe concluir que el derecho del mercado de valores cumple con creces cada uno de ellos. Respecto de la autonomía legislativa, es claro que esta rama del derecho cuenta con un ordenamiento jurídico propio promulgado por el poder legislativo. En el caso de Estados Unidos el *Securities Act* de 1933 y el *Securities Exchange Act* de 1934; en Colombia la Ley 964 de 2005; en Chile la Ley 18.045 y la Ley 18.046; en España la Ley 24 de 1988; en México la Ley del Mercado de Valores de 2005 —Diario Oficial de 30 de diciembre de 2005— y en Perú el decreto legislativo 755 de 1991, y en cada uno de estos países, las normas que modifican o sustituyen tales normativas.

Se concluye, entonces, que el derecho del mercado de valores goza de autonomía legislativa, por lo que se cumple con el primer requisito para ser considerado rama independiente del derecho.

El derecho del mercado de valores también cumple con la segunda característica de las disciplinas jurídicas autónomas, ya que goza de unos principios y características propios, que de hecho son globales. Como ya se ha mencionado en la sección I de esta obra, IOSCO ha promulgado el conjunto de Principios para la Regulación del Mercado de Valores que han sido aceptados por muchos países en el mundo. Estos principios y características han sido replicados en mayor o menor

[68] JOAQUÍN RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ, *Derecho bancario*, México D. F., Porrúa, 1976, pág. 20.

grado en las regulaciones internas de los diferentes países. De manera que no debe caber duda de que el derecho del mercado de valores está regido por principios propios, extraños a otras ramas del derecho.

Finalmente, la denominada autonomía didáctica es también una característica del derecho del mercado de valores, toda vez que el regulador y la doctrina permanentemente buscan sistematizar la regulación en un solo cuerpo normativo, y la academia se esfuerza por organizar adecuadamente las fuentes para propósitos pedagógicos e investigativos. Además, en ese cuerpo sistematizado se encuentran los principios y características propios del derecho del mercado de valores, sin que el estudioso deba remitirse a otros ordenamientos ajenos al mercado de valores.

Vale señalar que aunque el derecho del mercado de valores es autónomo (*nova principium divisionis*), está íntimamente relacionado con otras ramas del derecho, y en particular con el derecho bancario y el derecho de seguros; relación que se deriva de la interacción permanente que existe entre las entidades financieras y aseguradoras y el mercado de valores[69], y de la existencia de características y de algunos principios comunes.

La relación entre los mercados de valores, bancario y de seguros, ha llevado a que en varias jurisdicciones el gobierno los supervise y regule, lo cual puede hacerse mediante diversos reguladores especializados o de un único regulador. En Colombia, la Superintendencia Financiera de Colombia ejerce inspección, control y vigilancia sobre todo el sistema. En otros países, subsisten esquemas de regulación y supervisión separados.

Así, con todo, es claro que el derecho del mercado de valores es autónomo, a pesar de que existe una relación muy cercana con las restantes ramas del mercado de capitales.

BIBLIOGRAFÍA

A) *Doctrina*

Autorregulador del Mercado de Valores (AMV). *Doctrina de la autorregulación del mercado de valores en Colombia. 2001-2006* [en línea], disponible en *http://amvcolombia.org.co/index.php?pag=home&id=35%7C63%7C0* [consulta: 30 de marzo de 2016].

[69] Sobre la relación entre derecho bancario y derecho del mercado de valores, ver la sección IV del capítulo I del tomo I.

IBÁÑEZ JIMÉNEZ, JAVIER: *La contratación en el mercado de valores,* Madrid, Marcial Pons, 2001.

MARTÍNEZ NEIRA, NÉSTOR HUMBERTO: *Cátedra de derecho bancario colombiano,* Bogotá, Legis, 2003.

PINZÓN, GABINO: *Introducción al derecho comercial*, Bogotá, Edit. Temis, 1985.

RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ, JOAQUÍN: *Derecho bancario*, México D. C., Porrúa, 1976.

ROJAS GONZÁLEZ, GERMÁN: *Introducción al derecho*, Bogotá, ECOE, 2004.

ROSILLO ROJAS, MAURICIO: "La autorregulación en el mercado de valores", en *Revista de Derecho Privado,* núm. 39, Universidad de los Andes, 2008.

SÁNCHEZ CALERO, FERNANDO: *Instituciones de derecho mercantil*, vol. 2, Navarra, Thomson, Aranzadi, 2005.

SOMMER, A.A. Jr.: *IOSCO: Its mission and achievement* [en línea], disponible en *http://heinonline.org/HOL/LandingPage?collection=journals&handle=hein.journals/nwjilb17&div=7&id=&page=* [consulta: 30 de marzo de 2016].

TAPIA HERMIDA, ALBERTO JAVIER: *Derecho del mercado de valores*, Barcelona, J. M. Bosch, 2000.

VELÁSQUEZ RESTREPO, CARLOS ALBERTO: *Nuevas orientaciones del derecho comercial*, Medellín, Juridica Dike, 1999

VILLORO TORANZO, MIGUEL: *Derecho público y derecho privado*, México, Jus, 1975.

ZUNZUNEGUI, FERNANDO (coord.): *Lecciones de derecho bancario y bursátil*. Madrid, Constitución y Leyes (Colex), 2001

B) *Normativa*

Código Civil.

Constitución Política de Colombia.

Decreto 663 de 1993. Colombia.

Ley 27 de 1990. Colombia.

Ley 45 de 1990. Colombia.

Ley 35 de 1993. Colombia.

Ley 964 de 2005. Colombia.

Sección III. Las fuentes del derecho del mercado de valores

Néstor Camilo Martínez Beltrán

El estudio del derecho del mercado de valores exige, sin lugar a dudas, una exposición y análisis de los preceptos normativos que vislumbran el ordenamiento jurídico que rige, en particular, este mercado. En esa medida, es significativo enseñar las fuentes del derecho en lo relacionado con el mercado bursátil, ya que de allí emanan, específicamente, las reglas jurídicas que gobiernan dicha actividad y, en suma medida, la concreción de la política económica del país.

En efecto, es preciso tener claro que el derecho del mercado de valores, como desarrollo del derecho comercial, corresponde a un sistema jurídico variable e inconstante, en el entendido que las estrategias económicas, así como las cambiantes necesidades mercantiles y financieras demandan una regulación acorde con dichos requerimientos, preponderantes en la actualidad donde imperan las relaciones negociales en el ámbito nacional e internacional, que transforma la norma jurídica en pro de tales reclamaciones.

Así, en esta sección se estudiarán, de manera jerárquica y organizada, las distintas fuentes del derecho relativas al mercado de valores, con énfasis en el derecho colombiano, teniendo siempre en mente la crucial importancia del asunto objeto de consideración en el contexto económico actual.

1. La Constitución

Bien es sabido que en Colombia la Constitución Política de 1991, de acuerdo con el contexto histórico de donde surge, propugna la regulación y consagración de la actividad económica como imperativo del Estado, otorgándole facultades de intervención y control para salvaguardar el sistema financiero, bursátil, asegurador y mercantil en general.

En este supuesto, la Corte Constitucional ha reconocido la denominada *Constitución económica*, inmersa en la vigente Carta Política, que

concierne a "[...] la parte del Texto Fundamental que sienta los principios superiores que orientan y fundan la posición del Estado en relación con la economía y los derechos de los asociados en este mismo ámbito"; en esa medida, afirma esta Corporación que componen el mencionado cuerpo superior, "[...] las normas constitucionales que ordenan la vida económica de la sociedad y establecen el marco jurídico esencial para la estructuración y funcionamiento de la actividad material productiva, señalando los fundamentos esenciales que deberán tener en cuenta los operadores económicos [...]".

El régimen jurídico del mercado de valores, parte fundamental de la economía nacional, no se escapa del ya descrito imperativo constitucional. Así, son de destacar, frente a lo que al mercado de valores refiere en la normativa *supra* legal, los artículos 150, numeral 19, 189, numeral 25 y 335, de la Carta Política, íntimamente relacionados entre sí, que determinan el marco general de la materia y establecen el modo de intervención del Estado en la actividad bursátil. Pasamos a analizarlos con mayor detenimiento.

A) *Artículo 150 numeral 19*

Dice así: "Corresponde al Congreso hacer las leyes. Por medio de ellas ejerce las siguientes funciones: [...] 19. Dictar las normas generales, y señalar en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el gobierno para los siguientes efectos: [...] d) Regular las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquiera otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público; [...]".

La norma superior transcrita refiere a las leyes marco o cuadro mediante las cuales el legislativo profiere una norma general a guisa de molde, para que el gobierno regule, por medio de decretos-leyes, el ejercicio de las actividades bursátil, financiera y aseguradora.

De conformidad con lo referido, y siguiendo lo dispuesto en reiteradas sentencias de la Corte Constitucional, el constituyente, en materia financiera y en especial de valores, procuró una bipartición de funciones entre el órgano legislativo y el administrativo, en la medida en que, como es bien conocido, las actividades financiera, bursátil y aseguradora son dinámicas y cambiantes, lo que hace necesario una respuesta rápida e inmediata del derecho, acorde con la evolución y las necesidades propias de cada sector[70].

[70] Este aspecto se profundiza en la sección V de este capítulo, dedicada al tema de la intervención del Estado en el mercado de valores.

B) *Artículo 189 numeral 25*

El texto de esta disposición es este: "Corresponde al presidente de la República como jefe de estado, jefe del gobierno y suprema autoridad administrativa: [...] 25. Organizar el crédito público; reconocer la deuda nacional y arreglar su servicio; modificar los aranceles, tarifas y demás disposiciones concernientes al régimen de aduanas; regular el comercio exterior; y ejercer la intervención en las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos provenientes del ahorro de terceros de acuerdo con la ley [...]".

En concordancia con la facultad consagrada en el numeral 19 del artículo 150 de la Constitución, el presidente de la República, como jefe del gobierno, tiene el poder de intervenir en las actividades bursátiles y, en general, financieras de la República para el desarrollo de las finalidades del Estado. En esa medida, tal y como se observó, dicha facultad se ve materializada en la reglamentación, que es ley en sentido material (decr.-ley), de la ya mencionada ley marco expedida por el Congreso.

C) *Artículo 335*

"Las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos de captación a las que se refiere el literal d) del numeral 19 del artículo 150 son de interés público y solo pueden ser ejercidas previa autorización del Estado, conforme a la ley, la cual regulará la forma de intervención del gobierno en estas materias y promoverá la democratización del crédito".

Sin perjuicio de la evidente relación existente entre la norma citada con las estudiadas en precedencia, lo realmente determinante para su análisis consiste en el valor trascendental que se le otorga al ejercicio de la función bursátil en la economía y el desarrollo social del país, pues, sin duda alguna, a ello se refiere el término "interés publico", que en definitiva demuestra y envuelve dos finalidades elementales: primero, el bienestar general, como mecanismo para garantizar un orden económico y social justo, y segundo, la intervención del Estado, por medio de la regulación, inspección, vigilancia y control de las entidades de los sectores financiero, bursátil y asegurador —tal y como se ha venido observando—, encaminada, precisamente, a garantizar el bien común.

Con todo, se ha visto que la Constitución Política, partiendo de la constante evolución del mercado de valores, tiende hacia un método de res-

puesta rápida, coherente con la necesidad económica y social específica, en donde se evidencia de manera ostensible el intervencionismo del Estado por medio de las leyes marco, y su regulación por el Estado, que propugna, además de la agilidad que demandan los requerimientos del mercado, un control y vigilancia propia de la entidad estatal, para la consecución de sus fines, consagrados también en la Carta Política.

Así, el estudio que es preciso desarrollar, de conformidad con lo hasta aquí observado, es el concerniente al de la ley como fuente directa, emanada del imperativo constitucional, en el ámbito del mercado de valores.

2. La ley

Como ha quedado claro, la ley, en sentido formal y material y en el campo que nos ocupa, es el instrumento por medio del cual el órgano legislativo determina el marco general de injerencia que debe copar y orientar al ejecutivo, y segundo, el dispositivo por el que el gobierno interviene en la actividad del mercado de valores, con el propósito de garantizar su debida ejecución, así como el bienestar económico y social, derivado del interés público que debe procurar. Es así como la ley, según estas consideraciones, se instituye como materia prima, en lo que a fuentes se refiere, en la medida en que establece las bases medulares que alinean no solo la mediación del gobierno en esta materia, sino las finalidades propias de la actividad bursátil, valiosa para el desarrollo económico del país.

De este modo, el Congreso de la República, en razón del mecanismo de control intra estatal —pesos y contrapesos—, ha determinado las reglas de injerencia que debe seguir el gobierno para el desarrollo de sus actividades de inspección, vigilancia y control, en el marco de las facultades emanadas de la norma superior. En efecto, bajo dicho imperativo se profirió la Ley 964 de 2005, con sus correspondientes modificaciones, que constituye el soporte jurídico fundamental del mercado bursátil, ya que establece las normas generales y los objetivos que debe seguir el gobierno nacional para regular el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público por medio del ya citado mercado.

Sin perjuicio de lo afirmado, es perentorio resaltar a su vez una serie de disposiciones que, si bien no tratan extensamente el asunto bajo consideración como lo hace la Ley 964 de 2005, la cual por demás derogó muchos apartes de las leyes hasta entonces vigentes en materia de va-

lores, sí regulan de manera puntual aspectos concernientes al mercado que es oportuno anotar. Por ello, se expondrán de manera breve tales normativas en concordancia con lo explicado, y analizaremos con mayor detenimiento la Ley 964 de 2005, marco general del mercado de valores, de suma importancia en este campo de análisis. Veamos:

A) *Ley 27 de 1990*

La Ley 27 de 1990 dictó normas referentes a las bolsas de valores, específicamente en lo relativo a su estructura y a la admisión de nuevas sociedades comisionistas de bolsa. En igual sentido, incorporó reglas concernientes al mercado público de valores, concretamente en cuanto a su negociación. Por ultimo, estableció el marco regulatorio aplicable a las administradoras de depósitos centralizados de valores, determinando sus funciones y alcances.

B) *Ley 45 de 1990*

Aunque la Ley 45 del 1990 se refiere sustancialmente a la actividad financiera y aseguradora, también trae disposiciones referentes a las sociedades comisionistas de bolsa, su organización y, en general, el ejercicio de su actividad en el marco de mercado de valores.

C) *Ley 35 de 1993*

Sin lugar a dudas, constituye un antecedente cardinal, ya que la mencionada Ley 35 de 1993 fue el fundamento normativo y de intervención del mercado de valores hasta el advenimiento del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (decr. 663 de 1993) y la Ley 964 de 2005 que la derogaron en lo tocante al mercado de valores. Es así como esta disposición determinó, en general, los derroteros e instrumentos de mediación que debía seguir el gobierno para impulsar, inspeccionar, vigilar y controlar la actividad bursátil.

D) *Decreto 663 de 1993, Estatuto Orgánico del Sistema Financiero*

En el Estatuto Orgánico Financiero se incorporaron las normativas existentes conforme a la Ley 35 de 1993 con sus correlativas modificaciones, como lo es la Ley 510 de 1999. En esa medida, varias disposiciones que hasta entonces venían rigiendo, pasaron a formar parte de la

nueva norma que, además de establecer nuevas reglas, dio continuidad a los presupuestos establecidos en la citada Ley 35.

Aun así, es de destacar que la importancia vertebral del Estatuto radica en que instaura la estructura organizativa del sistema financiero, que comprende, palmariamente, el mercado de valores. De este modo, se fijan funciones de inspección, vigilancia y control por la Superintendencia de Valores, hoy Superintendencia Financiera, respecto de las entidades que integran el mercado financiero, pero particularmente el bursátil.

E) *Ley 964 de 2005*

La enorme variación normativa, en razón a la constante necesidad de intervención gubernamental, sumada a la intención de unificar los lineamientos del mercado de valores —por lo que concierne a las necesidades nacionales y a los estándares internacionales—, hizo que se expidiera la Ley 964 de 2005, como marco general de regulación del mercado de valores.

Así, esta ley establece, de modo general: a) los objetivos y criterios de la intervención del gobierno; b) unas funciones adicionales de la Superintendencia de Valores —que con el marco establecido en esta ley se convirtió en la actual Superintendencia Financiera de Colombia—; c) la regulación del sistema de compensación y liquidación de operaciones y depósito de valores; d) normas sobre el funcionamiento ordenado del mercado —en el que se estableció un nuevo modelo de autorregulación regulada—; e) un régimen de sanciones e infracciones administrativas, y f) un régimen de protección a los inversionistas.

Por último, es necesario registrar y destacar la importancia del Código de Comercio como el instrumento clave en el marco de las negociaciones desplegadas en el entorno del mercado bursátil. En igual sentido, dentro de la estructura regulatoria debe considerarse el Código Civil, como cuerpo supletorio en lo que al aspecto comercial se refiere, de acuerdo con lo establecido por el artículo 822 del estatuto mercantil.

3. DECRETOS

En esta categoría se deben agrupar los decretos de intervención y los decretos reglamentarios, expedidos por el gobierno nacional en ejercicio de sus funciones.

Los decretos de intervención corresponden a aquellos que expide el gobierno en ejercicio de las atribuciones otorgadas en las leyes marco. Para el caso particular del mercado de valores, la Ley 964 de 2005.

Por su parte, los decretos reglamentarios son expedidos con fundamento en las facultades otorgadas en el artículo 189, numeral 11, de la Constitución Política.

En 2010, el gobierno expidió el decreto 2555, mediante el cual compiló y reexpidió las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores. De esta forma, en Colombia se cuenta con un cuerpo normativo único que incorpora, entre otras, las reglas del mercado de valores y le permite al gobierno tener actualizada la regulación en esta materia.

En el Anexo 1 del capítulo I del tomo I de esta obra, se expone con mayor detalle la evolución normativa del mercado de valores en Colombia, y a lo largo de ella se hacen las referencias respectivas sobre el contenido del decreto 2555 de 2010.

4. Reglamentos técnicos

En esta categoría se incluyen otros actos administrativos de carácter general y vinculante, tales como las resoluciones y circulares que expiden autoridades como la Superintendencia Financiera de Colombia. Es preciso destacar la circular básica jurídica (circular externa 29 de 2014), y la circular básica contable y financiera (circular externa 100 de 1995), normas que contienen reglamentación relevante del mercado de valores, sus agentes, operaciones y otros temas complementarios.

5. Normas de autorregulación

Una característica importante del mercado de valores es la autorregulación, que consiste en que los agentes dictan las reglas de conducta, así como las reglas a las que deben someterse las operaciones del mercado. En este sentido, es necesario señalar que en Colombia es posible encontrar normas de autorregulación expedidas por órganos o entidades de autorregulación de la actividad de intermediación, y también reglas expedidas por las entidades que desarrollan actividades de infraestructura. Estas normas tienen carácter privado y no público, y en todo caso están subordinadas a las normas de jerarquía superior, como la Constitución Política, la ley, los decretos y los reglamentos técnicos.

En el tomo IV de esta obra, se trata a espacio el tema de la autorregulación en el mercado de valores.

BIBLIOGRAFÍA

A) *Normativa*

Código Civil. Colombia
Constitución Política de Colombia.
Decreto 663 de 1993.
Decreto 4432 de 2006.
Decreto 3923 de 2006.
Decreto 3140 de 2006.
Decreto 3139 de 2006.
Decreto 1941 de 2006.
Decreto 1511 de 2006.
Decreto 1565 de 2006.
Decreto 1564 de 2006.
Decreto 3780 de 2007.
Decreto 3032 de 2007.
Decreto 2939 de 2007.
Decreto 2938 de 2007.
Decreto 2893 de 2007.
Decreto 2177 de 2007.
Decreto 2175 de 2007.
Decreto 1802 de 2007.
Decreto 0666 de 2007.
Decreto 0565 de 2007.
Decreto 4808 de 2008.
Decreto 1797 de 2008.
Decreto 1796 de 2008.
Decreto 1350 de 2008.
Decreto 1340 de 2008.
Decreto 1121 de 2008.
Decreto 1120 de 2008.
Decreto 4939 de 2009.

Decreto 985 de 2010.
Decreto 2279 de 2010.
Decreto 2555 de 2010.
Decreto 2775 de 2010.
Decreto 2826 de 2010.
Decreto 3960 de 2010.
Decreto 2555 de 2010.
Decreto 4087 de 2010.
Decreto 4804 de 2010.
Decreto 4805 de 2010.
Decreto Legislativo 861 de 2002. Perú.
Ley 27 de 1990.
Ley 45 de 1990.
Ley 35 de 1993.
Ley 964 de 2005.
Circular Básica Jurídica.
Circular Básica Contable y Financiera.

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

NÉSTOR CAMILO MARTÍNEZ BELTRÁN

El derecho del mercado de valores, no obstante ser de naturaleza autónoma, no ha sido desarrollado de manera aislada ni unitaria. Existe la relación que proviene de intervenciones directas de otras ramas, como es el caso de los tipos penales que tipifican conductas propias del mercado de valores, o del derecho administrativo en cuanto a la actividad de las autoridades supervisoras del mercado. También existen relaciones que emanan de intervenciones indirectas que pretendiendo reglamentar determinada materia, influyen de un modo u otro en el mercado de valores y en su configuración[71], como puede ser el procedimiento contencioso administrativo o el derecho bancario.

Seguidamente se exploran de manera general algunas relaciones que se presentan entre el derecho del mercado de valores y otras disciplinas jurídicas.

1. DERECHO DEL MERCADO DE VALORES Y DERECHO CONSTITUCIONAL

Siguiendo a HANS KELSEN, la Constitución Política de un país es la norma de normas. En este sentido, la Constitución sienta las bases de todo el aparato normativo de un país, incluidas las de la intervención del Estado en el mercado de valores, cuyas normas deben guardar armonía con los valores y preceptos constitucionales relevantes. Esta sujeción a la Constitución delimita el alcance de todas las disposiciones normativas y nos plantea la clara y directa relación que debe existir entre cualquier área del derecho y el ámbito constitucional. Las normas constitucionales regulan aspectos públicos y privados al fijar límites a la autonomía personal en garantía del interés y el bienestar común.

[71] JOSÉ ENRIQUE CACHÓN BLANCO, *Derecho del mercado de valores,* Madrid, S.L. – Dykinson, 2002.

Colombia, como Estado social de derecho, respeta la tradición jurídica de establecer a la Constitución Política como norma de normas[72]. La actividad del mercado de valores es de interés general y en ella intervienen tanto deberes referentes a la estabilidad monetaria y económica del país, como deberes de protección a los ahorradores e inversionistas que son reconocidos como consumidores financieros. De allí que el artículo 150 de la Constitución Política, en su numeral 19, literal d, consagra que es función del Congreso "Dictar las normas generales, y señalar en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el gobierno para los siguientes efectos: [...] d) Regular las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquiera otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público".

En concordancia con este precepto, el numeral 24 del artículo 189 de la Carta dispone que corresponde al presidente de la República como jefe de Estado, jefe del gobierno y suprema autoridad administrativa, ejercer, de acuerdo con la ley, la inspección, vigilancia y control sobre las personas que realicen actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento o inversión de recursos captados del público.

De igual manera, es de resaltar el artículo 335 de la Carta Política, mediante el cual el constituyente, además de elevar a rango constitucional la actividad bursátil, determinó que ella es de interés general, tratamiento que implica, primero, lo que podríamos denominar como el control estatal de las actividades del mercado de valores, identificadas esencialmente en su regulación, inspección, vigilancia y control del sector y, segundo, la finalidad de beneficio general que debe perseguir no solo el Estado, en su función supervisora, sino también las entidades privadas que, sin soslayar su interés propio —amparado también por la Constitución en el artículo 333—, han de propugnar el interés colectivo[73].

[72] Const. Pol., art. 4°. La Constitución es norma de normas. En todo caso de incompatibilidad entre la Constitución y la ley u otra norma jurídica, se aplicarán las disposiciones constitucionales. Es deber de los nacionales y de los extranjeros en Colombia acatar la Constitución y las leyes, y respetar y obedecer a las autoridades".

[73] "Ha dicho la Corte que la actividad financiera es de interés general, pues en ella está comprometida la ecuación ahorro - inversión que juega papel fundamental en el desarrollo económico de los pueblos. Es por ello que cualquier actividad que implique esta forma de intermediación de recursos, o la simple captación del ahorro de manos del público, debe quedar sometida a la vigilancia estatal. En efecto, en el modelo «social de derecho», en donde corresponde al Estado conducir la dinámica colectiva hacia el

2. DERECHO DEL MERCADO DE VALORES Y DERECHO ADMINISTRATIVO

Toda la actividad regulatoria que le compete al ejecutivo sobre el mercado de valores, se adelanta dentro del marco del derecho administrativo. Así mismo, la actuación de las autoridades gubernamentales en ejercicio de las funciones de inspección, vigilancia y control sobre el mercado de valores, es regulada por el derecho administrativo.

Por su parte, la vía gubernativa, originada y regulada íntegramente por el derecho administrativo, constituye el medio al que pueden acudir los participantes del mercado de valores para ejercer ante la respectiva autoridad administrativa su derecho de contradicción sobre los actos administrativos. Una vez agotada la vía gubernativa y confirmado el acto administrativo recurrido, los participantes del mercado pueden acudir ante los tribunales contenciosos administrativos para plantear y resolver las controversias que tengan contra las entidades administrativas que ejercen las funciones de vigilancia y control sobre el mercado de valores.

3. DERECHO DEL MERCADO DE VALORES Y DERECHO PENAL

El buen funcionamiento del mercado de valores es fundamental para el desarrollo económico de un país. La confianza de los inversionistas en el mercado de valores es, si no el más importante, uno de los pilares fundamentales de este mercado. De allí que la protección de esa con-

---

desarrollo económico, a fin de hacer efectivos los derechos y principios fundamentales de la organización política, no resulta indiferente la manera en que el ahorro público es captado, administrado e invertido. La democratización del crédito es objetivo constitucionalmente definido (C. P., art. 335) y la orientación del ahorro público hacia determinado propósito común se halla justificada como mecanismo de intervención del Estado en la economía (C. P., art. 334), para lograr la distribución equitativa de las oportunidades y los beneficios del desarrollo. Además, la actividad propiamente financiera tiene repercusión en la soberanía monetaria del Estado, pues es sabido que el papel que el sistema financiero cumple dentro de la economía implica la emisión secundaria de moneda, mediante la creación de medios de pago distintos de los creados por la vía de la emisión, por lo cual su adecuada regulación, vigilancia y control compromete importantes intereses generales. Pero más allá de este interés público, corresponde también al Estado velar por los derechos de los ahorradores o usuarios, razón que también milita para justificar la especial tutela estatal sobre las actividades financiera, bursátil y aseguradora y sobre cualquier otra que implique captación de ahorro de manos del público". Corte Const., sent. C-940 de 2003, (M. P. Marco Gerardo Monroy Cabra). Ver también: Corte Const., sent. SU-166 de 1999 (M. P. Alejandro Martinez Caballero); en el mismo sentido, véase Corte Const., sent. C-860 de 2006 (M. P. Humberto Antonio Sierra Porto).

fianza requiera que los Estados recurran a la *ultima ratio* para configurar el catálogo de conductas ilícitas punibles y establecer las correlativas sanciones penales.

Los delitos tradicionales, en particular los denominados delitos contra el patrimonio económico (p. ej., estafa, defraudación, daño, entre otros), que tutelan intereses generales, no son lo suficientemente concretos y eficientes para proteger los intereses del mercado de valores. Al punto, Agustín Fernández Albor, en su obra *Estudios sobre criminalidad económica* (1978) afirma que los *delitos de cuello blanco* (nuevas formas de delincuencia económica para ese entonces) no tienen fácil acomodo en los textos punitivos, lo que conlleva a que la administración de justicia encuentre serias dificultades en la persecución y sanción del infractor[74].

Por ello es común que los países con mercados de capitales desarrollados o en vía de desarrollo, en adición a los delitos tradicionales, incorporen dentro del estatuto penal tipos penales especiales que permiten a la administración de justicia perseguir y sancionar a los infractores de las conductas ilícitas cometidas en el mercado de valores.

A continuación se mencionan los delitos que en Colombia tienen relación especial con el mercado de valores:

A) *Captación masiva y habitual de dineros*

En la sección I de este capítulo se explicó que uno de los principios rectores y objetivos principales del derecho del mercado de valores es el de proteger a los inversionistas. Con esta finalidad, los Estados han desarrollado regulaciones en las que se establecen procedimientos y requisitos que deben cumplir las personas que ofrezcan valores al público. En concreto, la normativa del mercado de valores busca que los inversionistas reciban información veraz y suficiente para poder tomar decisiones informadas de inversión. De esta manera, el inversionista cuenta con los insumos necesarios para analizar el riesgo que desea asumir con la respectiva inversión.

La intervención del Estado en el proceso de oferta de valores que deben adelantar los emisores se traduce en confianza de los inversionistas en el mercado. Sobre todo, le permite a los inversionistas tener la tranquilidad de que hay unos procesos normativos que buscan asegurar que el emisor suministre información veraz y adecuada. Además, la intervención del Estado en el proceso de ofrecimiento de valores al

[74] Agustín Fernández Albor, *Estudios sobre criminalidad económica*, Barcelona, Bosch, 1978, págs. 7 y ss.

público, evita que los inversionistas caigan en esquemas fraudulentos diseñados por personas inescrupulosas.

Por regla general, en Colombia el ofrecimiento de valores o de instrumentos financieros al público debe seguir un proceso riguroso establecido en la normativa. En caso de que los destinatarios no den cumplimiento a esa normativa, el emisor y su equipo de asesores pueden cometer el delito de captación masiva y habitual de dineros. Al respecto el artículo 316 del Código Penal define la conducta delictiva así: "El que desarrolle, promueva, patrocine, induzca, financie, colabore, o realice cualquier otro acto para captar dinero del público en forma masiva y habitual sin contar con la previa autorización de la autoridad competente, incurrirá en prisión [...]".

B) *Manipulación de especies inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE*

La participación de inversionistas en el mercado de valores y, por ende, la viabilidad del mismo mercado, depende en gran medida de que no existan prácticas manipuladoras. De allí que una de las prioridades de los Estados y de los organismos de supervisión, sea la de prevenir y sancionar las prácticas de manipulación que puedan presentarse en un mercado de valores. Es común que los regímenes penales, prevean delitos específicos encaminados a sancionar con prisión a las personas que manipulen el mercado de valores.

En Colombia, el artículo 317 del Código Penal determina como conducta ilícita sancionable con prisión, la manipulación de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores.

C) *Pánico económico*

En reiteradas oportunidades se ha afirmado que la confianza es uno de los principales activos del mercado de valores. El delito de pánico económico tiene como finalidad la de sancionar penalmente a los individuos que mediante el suministro de información fraudulenta atenten contra la confianza de los inversionistas en el mercado de valores.

Dentro del contexto financiero encontramos que el pánico económico es definido como "el temor o el miedo al colapso de los negocios, que causa la retirada en masa de los depósitos en los bancos, ventas de acciones y transacciones similares"[75].

[75] LUIS HUMBERTO FLORES HUÉRFANO, *Delito de pánico económico articulo 320 Ley 599 de 2000 Nuevo Código Penal,* Bogotá, Departamento de Derecho Penal, Facultad de Ciencias Jurídicas, Pontificia Universidad Javeriana, 2003.

El delito de pánico económico proviene de la divulgación al mercado, por cualquier persona, de información inexacta o falsa sobre un emisor, accionista, sobre el mercado o sobre cualquier actor del mercado, que pueda afectar la confianza de los inversionistas en el mercado de valores.

En Colombia, el artículo 302 del Código Penal determina que incurrirá en el delito de pánico económico todo aquel que "divulgue al público o reproduzca en un medio o en un sistema de comunicaciones público información falsa o inexacta que pueda afectar la confianza de los clientes, usuarios, inversionistas o accionistas de una institución vigilada o controlada por la Superintendencia Bancaria o por la Superintendencia de Valores o en un fondo de valores, o cualquier otro esquema de inversión colectiva".

D) *Utilización indebida de información privilegiada*

El uso indebido de información privilegiada es delito de orden general que no ha sido creado exclusivamente para el mercado de capitales; no obstante, es pieza fundamental para preservar el adecuado funcionamiento y la adecuada generación de precios en un mercado de valores.

La conducta ilícita cobija a las personas que tengan acceso a información privilegiada y relevante para la toma de decisiones sobre ciertos valores, en razón de las funciones o cargos que ocupan. Ellas no pueden hacer uso de la información que reciban y que no sea de conocimiento público con el fin de obtener provecho para sí o para un tercero.

Este es el caso típico de un funcionario de un emisor de valores que obtiene información acerca de un hallazgo, que una vez informado al público generará un alza o una baja en el precio de la acción del emisor. En este caso, el funcionario no puede hacer uso de la información privilegiada, para sí o en beneficio de un tercero, hasta tanto la información sea de carácter público.

En Colombia el artículo 258 del Código Penal, modificado por la Ley 1474 de 2011, artículo 18, establece como delito la utilización indebida de información privilegiada en los siguientes términos: "El que como empleado, asesor, directivo o miembro de una junta u órgano de administración de cualquier entidad privada, con el fin de obtener provecho para sí o para un tercero, haga uso indebido de información que haya conocido por razón o con ocasión de su cargo o función y que no sea objeto de conocimiento público, incurrirá en pena de prisión [...].

"En la misma pena incurrirá el que utilice información conocida por razón de su profesión u oficio, para obtener para sí o para un tercero,

provecho mediante la negociación de determinada acción, valor o instrumento registrado en el Registro Nacional de Valores, siempre que dicha información no sea de conocimiento público".

E) *Lavado de activos*

En el artículo 323 del Código Penal colombiano se tipifica el delito de lavado de activos. La citada norma proscribe la adquisición, resguardo, transporte, almacenamiento, conservación, custodia, administración e inversión de bienes que tengan como origen mediato o inmediato actividades como las de enriquecimiento ilícito, extorsión, tráfico de menores de edad, tráfico de armas, trata de personas, secuestro extorsivo, financiación del terrorismo, tráfico de drogas tóxicas, entre otras más con fines ilícitos o, en su defecto, que les dé apariencia de legalidad o los legalice con el propósito de ocultar su origen ilegal. Así, quien tipifique cualquiera de tales conductas en el mercado de valores, incurrirá en la pena pecuniaria y privativa de la libertad determinada bajo la disposición referida.

Así, el lavado de activos, cuya finalidad radica en el encubrimiento de los bienes de origen ilícito, bien en procura de su apariencia legal o simplemente incurriendo en los verbos rectores mencionados en el tipo penal, puede, sin duda, darse en el marco del mercado bursátil con el propósito ilícito determinado. Vale recordar, de antemano, que sin perjuicio de la responsabilidad penal a la que hay lugar, que por demás es personal y todo lo que ello implica, existen en el ámbito de la Superintencia Financiera de Colombia y el Autorregulador del Mercado de Valores, reglas disciplinarias propias que pueden recaer no solo sobre el actor del delito, sino sobre la entidad vigilada responsable.

F) *Omisión de control*

Muy íntimamente relacionado con el delito de lavado de activos, encontramos el delito de omisión de control tipificado bajo el artículo 325 de nuestro Código Penal, así: "El miembro de junta directiva, representante legal, administrador o empleado de una institución financiera o de cooperativas que ejerzan actividades de ahorro y crédito que, con el fin de ocultar o encubrir el origen ilícito del dinero, omita el cumplimiento de alguno o todos los mecanismos de control establecidos por el ordenamiento jurídico para las transacciones en efectivo incurrirá, por esa sola conducta, incurrirá en prisión [...]".

De esta manera, la norma en mención propugna no solo la efectiva persecución de los dineros ilegales, política criminal evidente, sino también por la premisa superior, determinada en el artículo 335 Carta, en la medida en que, en esa misma línea, se protegen las actividades de ahorro, crédito y, en general, financieras, bursátil y aseguradora de interés público con importancia crucial para el Estado.

G) *Estafa*

Los inversionistas en el mercado de valores toman sus decisiones de inversión con fundamento en información que sobre un respectivo valor suministra un tercero. Cuando esa información es engañosa, y hay personas que obtienen un provecho ilícito, se puede configurar la estafa.

Este delito puede presentarse cuando se utilizan maniobras para transferir recursos a clientes o terceros de manera fraudulenta, sin ningún fundamento comercial, con el propósito de beneficiar indebidamente a sí o a un tercero.

El artículo 246 del Código Penal establece: "El que obtenga provecho ilícito para sí o para un tercero, con perjuicio ajeno, induciendo o manteniendo a otro en error por medio de artificios o engaños, incurrirá en prisión [...]".

4. Derecho del mercado de valores y derecho civil

El derecho civil, como derecho común, regula e influye en todos los aspectos del derecho en general, siendo esta una de las ramas más antiguas y desarrolladas de nuestra tradición jurídica. Del derecho civil se derivan, entre otros, el régimen general de las obligaciones y el de los contratos, sus clasificaciones y fuentes y el tipo de responsabilidad en el que incurre quien incumple unas y otros.

Según el profesor Ospina Fernández "la teoría de las obligaciones civiles no solo es de capital importancia para el estudio del derecho civil, sino que constituye también la estructura fundamental y la trama de otras ramas del derecho, principalmente del derecho mercantil y del derecho internacional público y privado"[76].

La relación entre el derecho del mercado de valores y el derecho civil se evidencia, principalmente, en la aplicación de principios y reglas

[76] Guillermo Ospina Fernández, *Régimen general de las obligaciones*, ed., Bogotá, Edit. Temis, 2005.

de este a la relación contractual que se desarrolla entre los diferentes participantes del mercado, como, por ejemplo, en los contratos de comisión, mandato, estructuración, colocación, asesoría y calificación, entre otros, así como en materia de responsabilidad patrimonial.

5. DERECHO DEL MERCADO DE VALORES Y DERECHO COMERCIAL

Existe una relación estrecha entre el derecho del mercado de valores y el derecho comercial, disciplina que se encarga de regular a los comerciantes y los asuntos mercantiles, en la medida en que los emisores, intermediarios e inversionistas del mercado de valores, son comerciantes y realizan actos de comercio.

En efecto, además de las obligaciones y, en general, los deberes impuestos en el ámbito del derecho financiero y del derecho del mercado de valores —específicamente en la Ley 964 de 2005 y en el decreto 2555 de 2005—, especiales en la materia, se establecen una serie de exigencias comunes a estos sujetos de derecho involucrados en el mercado, que por su calidad de comerciantes y sociedades comerciales también les son atribuibles. Así, es posible identificar, a manera de ejemplo, la obligación de inscripción en el registro mercantil de los actos, libros y documentos respecto de los cuales la norma exija tal formalidad, la obligación de llevar contabilidad regular de sus negocios de acuerdo con las prescripciones legales, el deber de conservación de la correspondencia y documentos relacionados con sus actividades y negocios siguiendo los requerimientos legales y, en general, los establecidos por el artículo 19 del Código de Comercio colombiano. En ese mismo sentido, desde el campo de los emisores de valores, se exige, en razón de su deber de información, que remitan al Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) la noticia previa y posterior a la reunión de la asamblea general de accionistas o del que haga sus veces, en donde se alleguen, entre otros documentos, copia del acta de la asamblea de accionistas o del órgano que cumpla similares funciones, adjuntando, entre otros, lo dispuesto por el numeral 3 del artículo 446 del citado Código de Comercio.

Como se ha dicho, el derecho societario está presente de manera permanente en el mercado de valores, pues regula los aspectos societarios de los emisores de valores, de los intermediarios del mercado de valores y, adicionalmente por remisión legal, regula de manera suplementaria ciertos aspectos de los fondos de inversión colectiva.

Los principales puntos de encuentro entre estas dos ramas del derecho son el régimen de deberes legales de los comerciantes, el régimen

societario establecido en el Título I del libro II del Código de Comercio, el régimen de los títulos-valores, y la regulación de ciertos contratos comerciales de común empleo en el mercado de valores, como compraventa, seguros, mandato, comisión, fiducia mercantil y corretaje, entre otros.

6. Derecho del mercado de valores y derecho económico

El derecho económico es la disciplina jurídica que se encarga de regular la intervención estatal en los mercados. Concretamente se define como "el papel que tiene el derecho, entendido en este caso como sistema jurídico en la regulación de la actividad económica. Es el marco legal que establece las «reglas del juego» para los actores económicos, abarca las transacciones bursátiles, la auditoría de negocios, las leyes referentes a la economía como las leyes monetarias, por ejemplo, y en general todas las actividades comerciales y de funcionamiento de los mercados"[77].

De allí que el derecho del mercado de valores, como el bancario, el tributario, el monetario, y el cambiario, todos ellos autonómicos, sean verdaderas especialidades del derecho económico[78].

7. Derecho del mercado de valores y derecho bancario

El derecho del mercado de valores, al igual que el derecho bancario, son ramas del derecho que pertenecen a la familia del derecho económico. Además, ambas ramas del derecho comparten ciertos principios debido a que constituyen el régimen del mercado de capitales mediante el cual se maneja y dispone del ahorro del público[79]. Estas similitudes han permitido que instituciones jurídicas desarrolladas para el mercado bancario sean adoptadas por el mercado de valores, con el ánimo de aprovechar el conocimiento y la experiencia adquirida a lo largo de los

[77] David Trubek, "La reestructuración global y el derecho. La internacionalización de los campos jurídicos y la creación de espacios transnacionales", en *Pensamiento Jurídico*, Bogotá, Universidad Nacional de Colombia, núm. 1, 1997.

[78] Néstor Humberto Martínez Neira, *Cátedra de derecho bancario colombiano,* Bogotá, Legis, 2004, pág. 23.

[79] Para mayor información ver, Fernando Zunzunegui (coord.), *Lecciones de derecho bancario y bursátil*, Madrid, Colex, 2001; Carlos Gustavo Gerscovich, *Derecho bancario y financiero moderno,* Buenos Aires, Villela Editor, 1999.

años. Es así como, por ejemplo, la constitución de una sociedad comisionista debe cumplir con el procedimiento y los requerimientos establecidos para los establecimientos de crédito en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero.

Nótese que las instituciones financieras participan activamente en el mercado de valores. Es común que los establecimientos de crédito tengan la doble condición de inversionistas e intermediarios del mercado de valores, lo que los habilita para realizar operaciones en dicho mercado. Adicionalmente, los establecimientos de crédito con frecuencia participan como emisores de valores que se ofrecen al público. Por ejemplo, cabe mencionar la emisión de acciones ordinarias o preferenciales, de bonos y la titularización de cartera que adelantan los bancos para obtener liquidez.

En el caso colombiano, la relación de estas dos ramas del derecho es palpable en el decreto 2555 de 2010, que incorpora la regulación tanto del mercado financiero como del mercado de valores. El decreto único remite permanentemente al Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (EOSF), que regula el sistema financiero, para hacer aplicables ciertas normas en el mercado de valores. Por ejemplo, (i) la constitución y puesta en funcionamiento de un intermediario del mercado de valores debe realizarse siguiendo el procedimiento previsto para la creación y puesta en funcionamiento de una institución financiera (art. 53 del EOSF), (ii) las calidades y requisitos para ser administrador de un intermediario del mercado de valores son las mismas que debe tener un administrador de un banco (art. 326 del EOSF); (iii) las medidas de salvamento y de toma de posesión de un intermediario del mercado de valores son similares a las de los establecimientos de crédito; (iv) así como el régimen sancionatorio al que están sujetos los intermediarios del mercado de valores, sin perjuicio, eso sí, de los específicamente determinados por el la Ley 964 de 2005 y el autorregulador del mercado que, como es bien sabido, en hipótesis concretas, pueden coexistir unos y otros, rigiéndose por normas particulares.

BIBLIOGRAFÍA

A) *Doctrina*

CACHÓN BLANCO, JOSÉ ENRIQUE: *Derecho del mercado de valores*, España, S.L. – Dykinson, 2002.

FERNÁNDEZ ALBOR, AGUSTÍN: *Estudios sobre criminalidad económica*, Barcelona, Bosch, 1978.

Flores Huérfano, Luis Humberto: *Delito de pánico económico articulo 320 ley 599 de 2000 Nuevo Código Penal,* Bogotá, Departamento de Derecho Penal, Facultad de Ciencias Jurídicas, Pontificia Universidad Javeriana, 2003.

Gerscovich, Carlos Gustavo: *Derecho bancario y financiero moderno,* Buenos Aires, Villela Editor, 1999.

Martinez Neira, Néstor Humberto: *Cátedra de derecho bancario colombiano,* Bogotá, Legis, 2004.

Ospina Fernández, Guillermo: *Régimen general de las obligaciones*, Bogotá, Edit. Temis, 2005.

Trubek, David: "La reestructuración global y el derecho. La internacionalización de los campos jurídicos y la creación de espacios transnacionales", en *Pensamiento jurídico*, núm. 1, Bogotá, Universidad Nacional de Colombia, 1997.

Zunzunegui, Fernando (Coord.): *Lecciones de derecho bancario y bursátil*, Madrid, Colex, 2001.

B) *Normativa*

Código Penal. Colombia.

Constitución Política de Colombia.

Decreto 2555 de 2010. Colombia.

Ley 964 de 2005. Colombia.

C) *Jurisprudencia*

Corte Constitucional, sentencia SU-166 de 1999, M. P. Alejandro Martínez Caballero.

Corte Constitucional, sentencia C-940 de 2003, M. P. Marco Gerardo Monroy Cabra.

Corte Constitucional, sentencia C-860 de 2006, M. P. Humberto Antonio Sierra Porto.

Sección V. Intervención del Estado en el mercado de valores

JUAN MANUEL LÓPEZ*

Como se ha evidenciado a lo largo de este capítulo, la intervención del Estado en el mercado de valores responde fundamentalmente a la necesidad de establecer unas reglas de juego que incorporen disciplina al mercado (regulación) y unas competencias asignadas a una entidad para que vigile el cumplimiento de esas reglas (supervisión). Así, en economías de mercado, la función del Estado en relación con su intervención es la corrección de las fallas del mercado, que permite alinear los intereses individuales con los colectivos para lograr el bienestar general de la sociedad.

En los mercados financieros, como ya lo hemos señalado, en términos generales el Estado interviene para corregir las fallas del mercado con el fin de procurar la protección al sistema, al mercado y al consumidor. Esas fallas se traducen en dos aspectos fundamentales: costos de transacción y asimetrías de información.

Nos ocuparemos en responder cinco preguntas sobre la forma como el Estado interviene en dichos mercados: ¿por qué se regulan y por qué se supervisan?; ¿a quiénes se regula y a quiénes se supervisa?; ¿cómo se regulan y se supervisan los mercados de valores?; ¿quiénes regulan o supervisan estos mercados? Y finalmente, cuando intervienen, ¿cuáles facultades tienen las autoridades para proteger al sistema, al mercado y al consumidor?

1. FINALIDADES DE LA INTERVENCIÓN

La intervención del Estado en el mercado de valores tiene tres finalidades:

* Juan Manuel López es abogado de la Pontificia Universidad Javeriana y especialista en Legislación Financiera de la Universidad de los Andes.

A) *Protección al sistema de pagos*

Los mercados de valores guardan correlación directa con los indicadores macroeconómicos. Así, las percepciones sobre los mercados se ven reflejadas en las proyecciones de los indicadores macro, y viceversa. Por lo mismo, las autoridades deben asegurar que los movimientos del mercado no generen afectaciones en la confianza general en la economía. Movimientos bruscos de los mercados, o de los agentes, o fundados en expectativas que no son ciertas, pueden generar lesiones a la credibilidad de las autoridades para manejar la crisis, así como sembrar dudas sobre la capacidad de las entidades financieras para superarlas. Así mismo, las crisis en los mercados de valores también pueden extender sus efectos sobre los sistemas de pago y, por esta vía terminar afectando a la economía general. Y en economías tan interconectadas e interdependientes, podrían incluso llegar a afectar la economía global.

B) *Protección al mercado*

En los mercados de valores, la transparencia y la disciplina de mercado[80] son fundamentales para mantener la confianza de los actores y de los inversionistas en ellos. En ese orden de ideas, es propósito de las autoridades mantener en funcionamiento mercados ordenados y disciplinados, en los que los excesos sean controlados adecuadamente, para mantener así la confianza y credibilidad del sistema.

C) *Protección al inversionista*

El centro de cualquier medida de protección es la defensa del ciudadano, el contribuyente, el consumidor, el inversionista. En los mercados

[80] Entendemos por disciplina de mercado, el contenido en el Pilar 3 de Basilea II. El Acuerdo de Basilea II es un conjunto de normas que el comité de Basilea ha recomendado sean adoptadas por la regulación financiera con el fin de mantener estándares internacionales que aseguren a las entidades financieras frente a los riesgos que enfrentan. El tercer pilar de ese acuerdo ha sido denominado "disciplina de mercado" y complementa los pilares precedentes de capital mínimo y de supervisión de la gestión de los fondos propios. En síntesis, la disciplina de mercado busca establecer estándares que les permitan a los participantes del mercado contar con "fuentes adecuadas de información, incentivos financieros apropiados para recompensar a las instituciones bien administradas, y mecanismos para que los inversores no puedan eludir las consecuencias de sus decisiones". Ver "Principios básicos para una supervisión bancaria eficaz", Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, *Principios Básicos para una supervisión bancaria eficaz* [en línea], septiembre de 2012, disponible en *http://www.bis.org/publ/bcbs230_es.pdf* [consulta 31 de marzo de 2016].

de valores, la protección al inversionista se materializa esencialmente en el deber de las autoridades de velar por la transparencia de la información, y en la prevención, detección y sanción del fraude y de los abusos del mercado. Ello con el fin de que los inversionistas tomen decisiones informadas.

Estos principios de intervención son reconocidos en todas las legislaciones latinoamericanas y por la misma International Organization of Securities Commissions (IOSCO)[81]. En efecto, en la legislación colombiana se reconocen estos principios en la Ley 964 de 2005, en la que se invocan cuatro objetivos de intervención: (i) protección de los derechos de los inversionistas; (ii) promoción del desarrollo y la eficiencia del mercado de valores; (iii) prevención y manejo del riesgo sistémico, y (iv) preservación del buen funcionamiento, la equidad, la transparencia, la disciplina y la integridad del mercado de valores y, en general, la confianza del público (Ley 964 de 2005, art. 2°).

Sobre la base de estos fundamentos de regulación y supervisión, los Estados, en el marco de su definición constitucional propia, establecen reglas de juego especiales para los agentes y las operaciones realizadas en el mercado de valores, y encargan a determinadas autoridades la labor de verificar su cumplimiento. El contenido de las reglas especiales varía desde autorizar determinadas operaciones, hasta reconocer elementos de la esencia y de la naturaleza de las diferentes operaciones; aspectos que escapan del alcance de este capítulo introductorio, y se tratan en otros capítulos de la obra. Por otra parte, también hay reglas especiales para que las autoridades puedan ejercer mejor su función y con fundamento en las cuales quedan habilitadas para proteger el sistema, el mercado y al inversionista.

2. Sujetos de intervención

Reconocidas las razones por las cuales se regulan o se supervisan los mercados de valores, sigue identificar los destinatarios de esas reglas de la correspondiente supervisión. El enfoque de la regulación y de la supervisión puede ser variado, y depende en buen grado de la evolución histórica de los mercados, de la existencia de un sistema financiero con multibanca o con instituciones especializadas, de la presencia de actores no financieros en el ecosistema, entre otros.

[81] International Organization of Securities Commissions. *Objectives and Principles of Securities Regulation, febrero de 2002* [en línea], disponible en *https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf* [consulta 31 de marzo de 2016].

La revisión de los sujetos de intervención es parte de la respuesta de a quienes se regula o se supervisa en un mercado determinado. Para estudiar las diferentes alternativas que se pueden dar en un mercado determinado, se pueden clasificar los mercados en tres grupos: (i) aquellos que enfocan la regulación o la supervisión a las entidades; (ii) aquellos que la enfocan a unas funciones o riesgos determinados, y (iii) aquellos que se enfocan en los objetivos de regulación y supervisión.

A) *Enfoque institucional*

Bajo este enfoque, la regulación y la supervisión dirigen las reglas especiales de intervención hacia determinadas instituciones previamente definidas por la misma regulación, no por las actividades que estas realizan, sino por su naturaleza especial de "entidad financiera" y a la licencia que se les otorgan.

En ese orden de ideas, la intervención del Estado en este caso busca que sean las instituciones las destinatarias de una regulación en la que se establecen las condiciones para acceder al mercado y realizar las operaciones. Bajo este enfoque, solo las empresas con licencia concedida por las autoridades competentes, se encuentran autorizadas para realizar las operaciones propias de los mercados de valores. Cualquier sociedad que realice alguna de las operaciones o actividades reguladas, y que no tenga la licencia correspondiente, estará realizando una actividad no autorizada y las autoridades tendrán la facultad de sancionar el ejercicio ilegal de una actividad propia del mercado de valores.

Es propio de este enfoque la regulación, por ejemplo, al estar dirigida a las comisionistas de bolsa, o las bolsas de valores y toda aquella que tenga como finalidad regular una entidad que ha sido habilitada por el Estado para realizar actividades propias del mercado de valores.

Conforme a este enfoque, un Estado podrá establecer la competencia de supervisión fundada en la distribución de entidades, por encima de cualquier otro criterio. Así, podría existir un supervisor para las entidades propias del mercado de valores separado de un supervisor bancario, así los bancos realicen actividades propias del mercado de valores. Incluso podría haber combinaciones con los supervisores de las entidades de seguros y de pensiones, unidos o separados. Esa distribución de autoridades de supervisión, también se puede presentar para la regulación. Ejemplo de ello son las reglas para emisores bancarios, separadas de las reglas para emisores del sector real, o las reglas o criterios de supervisión basadas en la naturaleza de las entidades más que en su

actividad, entre muchas otras que pueden ser emitidas bajo este enfoque regulatorio o de supervisión.

B) *Enfoque funcional o por riesgos*

Un mercado en el que los destinatarios de la regulación o de la supervisión no sean entidades específicas sino las entidades que realicen determinada actividad, una función o por lo riesgos derivados de aquellas, tendrá un enfoque funcional.

Bajo este enfoque, el Estado considera que en razón a sus características de desarrollo, en lugar de dirigir la regulación a las entidades, establece reglas que deben seguir todas las entidades que realicen una actividad. Es decir, hay una definición de actividades que puede ser desarrollada por cualquier entidad siempre que cumpla con los requisitos establecidos por el legislador, mediante una licencia previa o una lista de requisitos. Bajo un modelo puro de enfoque funcional, por actividades o por riesgos, los sujetos de supervisión no son los que tienen una licencia (enfoque institucional) sino los que realizan determinada actividad, función o que están relacionados con un mismo riesgo. Así, por ejemplo, conforme al enfoque funcional, el Estado intervendrá con regulación y supervisión especial, por ejemplo, a todas aquellas instituciones que capten recursos del público, o que realicen operaciones activas de crédito como objeto principal, o que por sus actividades generen la necesidad de una supervisión especial por impactar, eventualmente, el sistema de pagos.

Es propio de este enfoque la regulación de la mayoría de las operaciones que pueden ser realizadas en el mercado de valores, así como la regulación y la supervisión a los emisores de valores.

Según este enfoque, las reglas de juego y las competencias de supervisión del mercado de valores no distinguen entre entidades sino entre actividades, funciones o riesgos. En la medida en que los mercados empiezan a desdibujar con mayor naturalidad las fronteras de las licencias, y se evidencia con mayor frecuencia que hay varias instituciones con licencias distintas, pero desarrollando las mismas actividades, o generando los mismos riesgos, entonces los Estados acogen un enfoque basado en actividades, funciones o riesgos para evitar arbitrajes de regulación o de supervisión propios de una regulación o supervisión basada en sujetos.

Propio de este modelo, la asignación de competencias de supervisión por funciones está basada en los principios de supervisión por riesgos.

En efecto, en la medida en que el análisis de un riesgo determinado (de crédito, de mercado, de liquidez, operacional, etc.) es indiferente a la licencia, los Estados intervienen los mercados de valores de manera transversal y más técnica, estableciendo directrices de administración de riesgos indistintamente de las licencias. Cada entidad analizará si las normas de administración de ese riesgo le son aplicables o no.

En ese mismo contexto, la asignación de competencias también podría darse por actividades o funciones, y así podría haber un supervisor para emisores de valores, otro para la administración de esquemas de inversión colectiva, otro para intermediación de valores, etc.

C) *Enfoque por objetivos o principios*

El tercer enfoque parte del supuesto de una regulación basada en principios y objetivos y unas autoridades encargadas de velar por ellos.

Propio de este enfoque es la asignación de competencias de supervisión para que una entidad pública se encargue no de un mercado en general, sino de un objetivo o principio para todos los mercados en general.

Partiendo de los tres principios generales de protección al sistema, al mercado y al inversionista, existen normas transversales a estos objetivos y autoridades encargadas de su vigilancia general, sin distingo de licencias o funciones. Conforme a este enfoque, hay una autoridad encargada de la protección sistémica, que generalmente se le asigna al banco central; una autoridad encargada de la protección al mercado, asignada tradicionalmente a un supervisor financiero y una autoridad encargada de la protección al inversionista, que lo mira y lo protege transversalmente, sin considerar si su participación es en un mercado financiero o en el sector real. En ese orden de ideas, bajo este enfoque los sujetos de supervisión son todas aquellas entidades que quedan cobijadas por las medidas adoptadas por las autoridades que tienen competencia para cumplir los objetivos o principios señalados por el legislador. Así, a modo de ejemplo, los bancos lo serán en relación con el objetivo de protección al sistema de la autoridad sistémica (un banco central), en relación con el objetivo de protección al mercado de la autoridad de supervisión de conductas del mercado (una superintendencia) y en relación con el objetivo de protección al consumidor de la autoridad correspondiente (una superintendencia diferente a la anterior).

Este enfoque por objetivos es mucho menos evidente en los arreglos institucionales para intervenir los mercados financieros, pero irá

ganando más adeptos en la medida en que las fronteras entre las economías y los sectores económicos se sigan desdibujando. La entrada de diferentes actores sin licencia especial y sin que realicen de manera directa o como objeto social principal actividades propias del mercado de valores, llevará a que el debate sobre la forma como se enfocan los sujetos de regulación y de supervisión del mercado evolucione considerando más un enfoque por objetivos que un enfoque basado en instituciones o funciones.

Como lo podrá deducir el lector, no existe un solo mercado en el que toda la regulación o la supervisión tenga un enfoque único y puro. Por el contrario, la norma general es que dependiendo de la naturaleza de las normas se acoja un determinado enfoque. La importancia de esta clasificación es que le permite al lector reconocer la importancia de identificar si una norma tiene como destinatarios a las entidades, a las actividades o busca reconocer un objetivo general, y a partir de allí, hacer el análisis propio de su alcance, reconociendo entonces si es aplicable a una determinada operación o no lo es.

3. Número de autoridades de intervención

La intervención del Estado en los mercados está legitimada por el régimen constitucional que establece, en términos generales, la forma como se reparten competencias para que diferentes autoridades tengan la atribución de expedir reglas, tanto generales como particulares, sobre la base de la cual estas actúan.

Cuando analizamos este tema a la luz de los mercados financieros, evidenciamos que pueden existir modelos de múltiples autoridades con diferentes facultades para regular los mercados de valores, modelos tradicionales que mantienen o reconocen una competencia binaria, y modelos en los que existe un único supervisor.

A) *Esquema de múltiples autoridades*

El esquema de múltiples autoridades reconoce que la competencia para establecer reglas sobre el mercado de valores, o para supervisarlo, está asignada a un número plural de autoridades.

Este modelo es típico de los Estados federales donde la distribución de competencias entre la Federación y los Estados miembros implica reservas de competencias entre estas. Un ejemplo de la complejidad de un modelo de múltiples autoridades es el de regulación y supervisión

financiera de Estados Unidos, donde hay facultades de regulación y de supervisión en cabeza de entidades como el Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), la U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), el Comptroller of the Currency, la Federal Reserve (Fed), la Securities Investor Protection Corporation; todas ellas comparten competencias con las entidades recientemente creadas como respuesta a la crisis financiera: el Financial Stability Oversight Council (cuyo objetivo es identificar y monitorear los riesgos excesivos para garantizar la estabilidad del sistema financiero), la Office of Financial Research y el Bureau of Consumer Financial Protection (cuya función principal es hacer que los mercados para los productos y servicios financieros de consumo funcionen).

Una situación similar se evidencia en la Unión Europea, donde existen diferentes autoridades con una distribución de competencias entre la Unión Europea y los bancos centrales de cada uno de los Estados miembros. Esa distribución de competencias fue recientemente objeto de ajuste como respuesta a la crisis financiera. Así, hoy en día el Banco Central Europeo tiene la función general de mantener la estabilidad financiera para toda la economía de la UE; mientras que la Junta Europea de Riesgo Sistémico es la encargada de la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la UE. Por su parte, el reciente sistema de supervisores financieros tiene como función actuar como supervisor microprudencial del sistema financiero, y está integrado por tres autoridades con competencia en toda la UE: (i) la Autoridad Bancaria Europea (ABE), con competencia sobre las entidades de crédito, los conglomerados financieros, las entidades de inversión, las entidades de pago y las entidades de dinero electrónico; (ii) la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (AESPJ), con competencia sobre las compañías de seguros y reaseguros, sus conglomerados financieros, los fondos de pensiones y los intermediarios de seguros, y (iii) la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM), encargada de la regulación y supervisión de las sociedades que ofrecen servicios de inversión.

Imaginará el lector la dificultad que puede implicar la coordinación de tantas autoridades o la facilidad con la que funciona el esquema de toma de decisiones frente a una crisis financiera.

B) *Esquema tradicional de dos autoridades*

Históricamente ha habido una separación tradicional entre las entidades bancarias y las entidades del mercado de valores. Esa separación con antecedentes basados en la tradición se evidencia cuando al querer

identificar un modelo de regulación y supervisión, se presenta un esquema basado en dos autoridades con competencias de regulación y de supervisión sobre los mercados financieros.

Donde sí existen variaciones es sobre la competencia para la regulación y supervisión de los mercados de seguros y pensiones los cuales se asignan sin patrón uniforme entre las autoridades de supervisión bancaria y de valores. En Colombia, el supervisor financiero tenía competencias sobre los mercados bancarios, de seguros y pensiones antes de la integración del supervisor en 2005. En Perú están organizados de manera muy similar con un supervisor para banca, seguros y pensiones (Superintendencia de Banca Seguros y AFP) separado del supervisor para el mercado de valores (Superintendencia del Mercado de Valores – Conasev). En Chile, la supervisión de seguros es asignada al mismo supervisor de valores en la Superintendencia de Valores y Seguros.

C) *Esquema de única autoridad*

Fueron los países escandinavos los primeros en proponer una estructura unificada de regulador y supervisor financiero. Noruega con el Kredittilsynet (1986), Dinamarca con el Finanstilsynet (1988), Suecia con el Finansinspektionen (1991) y Finlandia con el Finanssivalvonta (1991); fueron pioneros en la integración del supervisor en una única autoridad. Sin embargo, la Financial Services Authority (2001) del Reino Unido, a partir de la *Financial Services and Markets Act* de 2000 fue la entidad que revolucionó los mercados con una propuesta de supervisor único.

Según este esquema, la supervisión financiera y la regulación técnica están en cabeza de una sola autoridad con competencia sobre todos los mercados financieros. De esta manera se logra una mayor coordinación, se eliminan los arbitrajes de regulación o de supervisión y se supervisan de manera más adecuada los conglomerados financieros.

Por supuesto, no faltan críticos que advierten un leviatán burocrático y con un poder bastante grande al concentrar toda la supervisión de todos los mercados financieros en una sola entidad[82].

Colombia realizó la integración en un único supervisor financiero en 2005, fusionando la Superintendencia Bancaria en la Superintendencia

[82] Ver por ejemplo, MICHAEL TAYLOR y ALEX FLEMING, *Integrated Financial Supervisión. Lessons from Northern Europen Experience* [en línea], disponible en *http://elibrary.worldbank.org/doi/abs/10.1596/1813-9450-2223* [consulta 31 de marzo de 2016].

de Valores, dando así lugar a la Superintendencia Financiera. Dentro de los argumentos que justificaron la integración están: (i) la eliminación de arbitrajes regulatorios y de supervisión, (ii) el propósito de mejorar la supervisión de grupos financieros eliminando duplicidades de supervisión, (iii) racionalizar los costos de supervisión, (iv) la prevención al lavado de activos mediante una supervisión integral, (v) el deseo de manejar equilibrios de poder entre los mercados bancario y de valores, (vi) la pretensión de proteger al consumidor financiero de manera integral, y (vii) facilitar la cooperación nacional e internacional.

4. Autoridades de intervención

Otro aspecto que es pertinente revisar cuando se trata de reconocer la forma como el Estado interviene los mercados financieros en general, y los mercados de valores en particular, es revisar quién es la autoridad de supervisión.

A) *Banco central*

Por largo tiempo un debate se ha dado en relación con la asignación de competencias de supervisión sobre las entidades financieras al banco central. Así, existen Estados en los que al banco central además de la competencia sobre la política monetaria, se le asignan facultades de supervisión financiera, mientras en otros esas funciones están separadas.

Son argumentos a favor de la separación, los siguientes[83]:

• Conflicto entre los objetivos de supervisión y el ejercicio de la política monetaria: en la medida en que el banco central tiene como fin principal dirigir la política monetaria, es previsible que al tratar de prevenir el riesgo sistémico en el sistema financiero ponga en peligro el control de la inflación.

• Pérdida en credibilidad resultante de fallas en la regulación y supervisión.

• Exposición a mayor control político y presiones de grupos de interés, derivados de tener diversas facultades sobre una serie amplia de entidades financieras, lo cual puede lesionar su necesaria independencia.

[83] Ver Alberto Alesina, Alberto Carrasquilla, Roberto Steiner, *Fedesarrollo The Central Bank in Colombia* [en línea], disponible en *http://www.fedesarrollo.org.co/wp-content/uploads/2011/08/WP-No.-13-The-Central-Bank-in-Colombia.pdf* [consulta: 31 de marzo de 2016].

Como los argumentos a favor de la integración de funciones de banca central y de supervisión financiera, se citan los siguientes[84]:

• Facilita la función de prestamista de última instancia, en la medida en que el banco central tendrá acceso a mayor nivel de información obtenida mediante el proceso de supervisión.

• Facilita su función de dar soporte al sistema de pagos. Al tener acceso a más información, puede regular con mayor acierto los sistemas de pago y prevenir el contagio en circunstancias de crisis de manera más asertiva.

• Ayuda a mantener la consistencia entre la política monetaria y los objetivos de regulación y supervisión. En efecto, los niveles de información que se generan al mantener la supervisión financiera ayudan a desarrollar una política monetaria más eficiente. Sin duda, una mejor política monetaria y una mejor regulación y supervisión financiera generan mayor estabilidad monetaria y financiera.

• En este largo debate sobre uno u otro modelo, hay que reconocer que los antecedentes históricos determinan el modelo. En la Unión Europea, por ejemplo, el hecho que la política monetaria sea dirigida por el Banco Central Europeo lleva a que los bancos centrales de cada uno de los Estados miembros conserven alguna competencia en relación con la supervisión de entidades financieras.

• En cualquier caso, hay consenso natural en relación a que si hay separación, debe haber una estrecha colaboración para compartir información, sobre todo para el ejercicio de las funciones del banco central como prestamista de última instancia y autoridad monetaria.

B) *Supervisor financiero*

Como se anotó, otra alternativa consiste en que las facultades de supervisión sean asumidas por una entidad independiente del banco central. Se trata entonces de un supervisor financiero que generalmente pertenece a la rama ejecutiva y ejerce sus funciones por delegación constitucional o legal del ejecutivo. Puede ser una superintendencia, una comisión de regulación o de supervisión, una oficina de regulación o supervisión financiera, o una autoridad pública con mayor grado de autonomía administrativa.

Cada Estado puede definir los arreglos institucionales que estime pertinentes; se puede tratar de una sola superintendencia (megasupervisor

[84] *Ibidem*.

o megaregulador), de dos, o de múltiples autoridades. Y cada una de estas variables podrá tener un enfoque institucional, funcional o por objetivos, con lo que las alternativas pueden ser variadas.

La dependencia del ejecutivo, de origen político, puede llevar a que se le reste autonomía, integridad e independencia a la autoridad de supervisión, por lo que es necesario que el supervisor cuente con independencia operacional, con las facultades, los medios y los recursos para ejercer sus funciones sin interferencia, y con la autoridad para ejecutar sus decisiones.

C) *Autoridad independiente y privada*[85]

La *Financial Services Authority* (2001) del Reino Unido no fue solamente revolucionaria en cuanto a integrar la regulación y la supervisión de todos los mercados financieros en una única autoridad. Tal vez lo fue más, al ser una entidad de naturaleza privada, independiente del ejecutivo y del banco central. Su Junta es nombrada por el Tesoro (Her Majesty's Treasury), pero funciona de manera independiente al gobierno y se financia en su totalidad por contribuciones de la industria.

Respecto de los mercados de valores, ha sido una sana costumbre que las competencias de supervisión de las autoridades públicas se compartan con organismos de autorregulación que vienen de la industria. IOSCO califica a los organismos de autorregulación como "un complemento valioso del regulador para lograr los objetivos de la regulación de valores"[86]. Así mismo, señala dentro de sus ventajas esenciales las siguientes:

• Fomentan la observancia de normas éticas que van más allá de la regulación estatal, y

• Ofrecen conocimiento y experiencia considerables respecto a la operación y a las prácticas del mercado, lo que les permite ser capaces de responder a las condiciones cambiantes del mercado con más rapidez y flexibilidad que la autoridad pública.

Dentro de los argumentos en contra de una autoridad de regulación o supervisión privada está la posibilidad de conflictos de interés y

[85] En la Parte VII de esta obra, el lector encontrará un desarrollo detallado de la autorregulación en los mercados de valores.

[86] Organización Internacional de Comisiones de Valores, *Objetivos y principios de la regulación de valores,* septiembre de 1998 [en línea], disponible en *http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf* [consulta 28 de marzo de 2016]. pág. 21.

la "captura" ante los agentes de la industria que pagan y sostienen su funcionamiento. Estos inconvenientes tienden a maximizarse en situaciones de crisis, por lo que la supervisión del organismo de autorregulación privada debe mantenerse por una entidad pública.

De hecho, con la reciente crisis financiera, en el Reino Unido se ha iniciado el debate sobre la conveniencia de mantener un organismo privado de regulación y supervisión financiera, y está en el orden del día la propuesta de eliminar el FSA, dividirlo en dos entidades y asignarle las facultades de protección sistémica y de protección al mercado al banco central.

En Colombia existe el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) con competencia de regulación, supervisión y disciplina sobre las actividades de intermediación de valores.

5. FACULTADES DE INTERVENCIÓN

La intervención del Estado puede darse antes de que los sujetos de intervención inicien sus actividades, durante el período de operación ordinaria y durante situaciones de crisis.

A) *Licenciamiento o requisitos de entrada*

En la medida en que está involucrada la confianza del público en los mercados, los Estados intervienen estableciendo requisitos para que solo las entidades autorizadas puedan realizar algunas de las actividades del mercado de valores.

El objetivo de estas reglas es garantizar que quienes van a ofrecer servicios del mercado de valores que la regulación ha calificado como de aquellos que requieren autorización previa, cumplan con criterios de idoneidad patrimonial, operativa y comercial, así como con la solvencia profesional de los administradores.

Es previsible que los requisitos de entrada no estén limitados a la constitución de la entidad financiera, sino que se extiendan para la autorización de determinadas actividades a ser realizadas por entidades con licencia vigente. Es así como si una entidad ofrece determinados servicios, para lo cual tiene licencia, y quiere ofrecer otros, la autoridad podrá exigirle el cumplimiento de determinados requisitos con la finalidad señalada. Es el caso, por ejemplo, de las comisionistas de bolsa que además de su autorización para ofrecer el contrato de comisión en bolsas de valores, si desean ofrecer la administración de esquemas de

inversión colectiva deberán obtener la autorización del supervisor para el efecto.

B) *Prevención de crisis*

Las normas de regulación prudencial o preventiva buscan garantizar una correcta administración de los riesgos por parte de las entidades financieras y, de esta manera, prevenir situaciones de crisis.

En términos generales, las reglas prudenciales incluyen todas las normas y las medidas de supervisión (requerimientos, visitas) que buscan garantizar que haya una adecuada protección al sistema (estabilidad y confianza), al mercado (transparencia y disciplina) y al consumidor financiero (protección contra el abuso y el fraude).

C) *Resolución de situaciones de crisis*

Cuando a pesar de las normas prudenciales y de las medidas disciplinarias para castigar los abusos o fraudes se presentan situaciones de crisis, los Estados intervienen los mercados con la finalidad de evitar el contagio a más entidades o al sistema de pagos.

Los fenómenos de crisis financiera, sus causas y los detalles de las medidas tendientes a solventar estas situaciones escapan al análisis de este capítulo. Sin embargo, es necesario considerar que en mercados financieros cada vez más globalizados, integrados e interdependientes, la capacidad de las autoridades para tener las facultades necesarias para solventar las crisis es un reto significativo. La experiencia reciente en la que la crisis dejó de ser local y se extendió globalmente ha revelado la necesidad de que exista un control más allá de las fronteras y una mayor coordinación con el fin de mantener mercados eficientes y transparentes. Y allí, todavía hay muchas formas como puede evolucionar la manera como los Estados intervienen los mercados.

BIBLIOGRAFÍA

A) *Doctrina*

Alesina, Alberto; Carrasquilla, Alberto; Steiner, Roberto: Fedesarrollo, *The Central Bank in Colombia* [en línea], disponible en *http://www.fedesarrollo.org.co/wp-content/uploads/2011/08/WP-No.-13-The-Central-Bank-in-Colombia.pdf* [consulta 31 de marzo de 2016].

CACHÓN BLANCO, JOSÉ ENRIQUE: *Derecho del mercado de valores*, España, S.L. – Dykinson, 2002.

FERNÁNDEZ ALBOR, AGUSTÍN: *Estudios sobre criminalidad económica*, Barcelona, Bosch, 1978.

FLORES HUÉRFANO, LUIS HUMBERTO: *Delito de pánico económico artículo 320 ley 599 de 2000 nuevo Código Penal,* Bogotá, Departamento de Derecho Penal, Facultad de Ciencias Jurídicas, Pontificia Universidad Javeriana, 2003.

GERSCOVICH, CARLOS GUSTAVO: *Derecho bancario y financiero moderno,* Buenos Aires, Villela Editor, 1999.

MARTINEZ NEIRA, NÉSTOR HUMBERTO: *Cátedra de derecho bancario colombiano*, Bogotá, Legis, 2003.

OSPINA FERNÁNDEZ, GUILLERMO: *Régimen general de las obligaciones*, Bogotá, Edit. Temis, 2005.

TAYLOR, MICHAEL y FLEMING, ALEX: *Integrated Financial Supervisión. Lessons from Northern Europen Experience* [en línea], disponible en *http://elibrary.worldbank.org/doi/abs/10.1596/1813-9450-2223* [consulta: 31 de marzo de 2016].

TRUBEK, DAVID: "La reestructuración global y el derecho. La internacionalización de los campos jurídicos y la creación de espacios transnacionales", en *Pensamiento jurídico*, núm. 1, Bogotá, Universidad Nacional de Colombia, 1997.

ZUNZUNEGUI, FERNANDO (coord.): *Lecciones de derecho bancario y bursátil*, Madrid, Constitución y Leyes (Colex), 2001.

Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, *Principios Básicos para una supervisión bancaria eficaz* [en línea], septiembre de 2012, disponible en *http://www.bis.org/publ/bcbs230_es.pdf* [consulta 31 de marzo de 2016].

Organización Internacional de Comisiones de Valores, *Objetivos y Principios de la Regulación de Valores. Septiembre de 1998* [en línea], disponible en *http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf* [consulta 28 de marzo de 2016].

B) *Normativa*

Código Penal. Colombia.

Constitución Política de Colombia.

Ley 964 de 2005. Colombia.

Decreto 2555 de 2010. Colombia.

C) *Jurisprudencia*

Corte Constitucional, SU-166 de 1999. M. P. Alejandro Martinez Caballero.

Corte Constitucional, sentencia C-940 de 2003, M. P. Marco Gerardo Monroy Cabra.

Corte Constitucional, sentencia C-860 de 2006, M. P. Humberto Antonio Sierra Porto.

Sección VI. Arquitectura de los mercados de valores

FELIPE ALFONSO RINCÓN OSPINA*

Al estudiar la forma como se desarrollan y regulan diferentes mercados de valores, se observa que existen elementos comunes a todos ellos, pero también variadas aproximaciones en aspectos clave de su arquitectura. A continuación vamos a referirnos a diferentes elementos de tales mercados, mostrando lugares comunes y diferencias, y explicando las razones por las cuales se adopta un modelo dado, así como sus implicaciones.

1. LA RELACIÓN FUNDAMENTAL: EMISOR E INVERSIONISTA

La relación entre el emisor y el inversionista es el vínculo fundamental del mercado de valores. Alrededor de ella giran todos los demás contratos y participantes en el mercado de valores. A partir de esta relación se diseña toda la arquitectura de los mercados de valores.

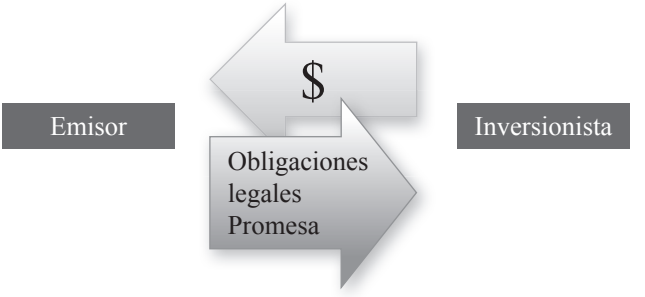
Este vínculo surge cuando el emisor realiza una oferta a terceros para que adquieran sus valores, y estos a su vez la aceptan, a partir de lo cual nace una relación jurídica entre estas dos partes. Se considera que estas operaciones forman parte de un mercado no intermediado precisamente porque existe esa relación jurídica directa entre quien requiere los recursos y quien los entrega. Se diferencia del mercado intermediado dado que en este existe un tercero que se interpone entre los oferentes y demandantes de recursos, como lo hace por ejemplo un

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

establecimiento de crédito. En dicho caso, los depositantes y deudores no tienen ningún tipo de vínculo legal entre sí, dado que su contraparte es solamente la entidad financiera.

A continuación se representa la relación entre emisores e inversionistas de forma gráfica:

Gráfica 1



La gráfica muestra que el inversionista entrega recursos dinerarios al emisor, y este asume obligaciones cuya naturaleza depende del tipo de valor[87]. En principio, existen dos tipos principales de valores:

[87] Relaciones subyacentes comerciales: Para entender cómo funciona el mercado de valores, es indispensable comprender las relaciones subyacentes que caracterizan las relaciones entre los participantes, y sus incentivos fundamentales.

Propósito e incentivos del emisor. El emisor tiene el incentivo de honrar sus obligaciones con el fin de poder realizar emisiones adicionales en el futuro, mediante las cuales pueda dar continuidad a su estructura de financiación, reduciendo sus costos y siendo más competitivo en el mercado del producto.

Propósito e incentivos del inversionista. El inversionista ya ha entregado sus recursos, así que en principio no asume obligaciones frente al emisor. No obstante, es importante considerar los poderes del inversionista. En adición al ejercicio de sus derechos legales, tal vez la facultad más importante de un inversionista es la capacidad de vender sus valores. Al vender sus valores puede estar enviando un mensaje al mercado sobre diferentes aspectos. Por ejemplo, puede señalar la incapacidad del emisor para cumplir con sus deberes fiduciarios de la forma esperada.

Si muchos inversionistas piensan de manera igual y deciden vender sus valores, se genera una consecuencia económica que es la reducción del precio del valor. Esto puede afectar al emisor de diferentes maneras:

Reduce el capital que el emisor puede obtener en emisiones futuras. Esto hace que el monto de los recursos que podría obtener en el mercado a cambio de un monto dado de valores sea menor, lo cual incrementa el costo de capital. En otras palabras, los nuevos

De un lado, aquellos que tienen un contenido crediticio, es decir, que generan una obligación dineraria a cargo del emisor. En estos, la obligación es precisa y consiste principalmente en el pago de unos intereses y la devolución del capital, en una fecha acordada.

De otro lado, existen los valores que otorgan un derecho de participación, los cuales son adquiridos con la expectativa de obtener retornos mediante la valorización del precio de mercado, y de la recepción de dividendos[88]. En este caso, las obligaciones son de naturaleza fiduciaria[89] y tradicionalmente consisten en desarrollar el objeto social de la compañía en el mejor interés de los accionistas, con el fin de incrementar el valor residual de la misma. Cuando tales deberes son cumplidos y la iniciativa empresarial es exitosa, se incrementará el valor de la compañía, lo cual se reflejará en un mayor valor de mercado, o en la posibilidad de distribuir los beneficios de la actividad social por medio de utilidades.

Los valores de participación también otorgan derechos políticos que revisten gran importancia, entre los cuales se encuentra el derecho de acceder a la información de la compañía con anterioridad a la asamblea, y el derecho de voto en dicho órgano social.

Hemos hecho una referencia general a los tipos de valores, simplemente para destacar que una primera definición de arquitectura de los

---

recursos que vaya a buscar a través de la emisión de valores serían más costosos en proporción al patrimonio de la entidad. En casos graves, la desconfianza del mercado en el emisor podría hacer inviable la posibilidad de emitir valores nuevamente. Esto puede afectar de manera significativa la capacidad de la empresa para gestionar su estructura de capital, y enfrentar exitosamente los retos (o desde el lado positivo, aprovechando las oportunidades) que se presenten en el mercado del producto.

Reduce la capacidad de utilizar los valores propios como "moneda" en procesos de adquisición: los procesos de fusión y adquisición de compañía son fundamentales para crecer de manera efectiva y rápida, generando economías de escala y de alcance, así como sinergias que impactan de manera importante en la competitividad global de una empresa. La capacidad (o incapacidad) de adelantar un proceso de fusión exitoso puede ser la diferencia entre posicionamiento estratégico de una compañía para afrontar de manera exitosa los retos del mercado del producto, o quedar rezagado ante una competencia global agresiva que tiene la posibilidad de ofrecer mejores productos a precios cada vez más competitivos, con un alcance regional o global.

[88] Sobre las clases de valores, ver el capítulo II de la parte I del tomo I de esta obra.

[89] La naturaleza fiduciaria de las obligaciones de los directivos de los emisores frente a los accionistas, se evidencia al observar la textura abierta de los deberes de diligencia, lealtad y buena fe, establecidos en la regulación comercial a cargo de los administradores de sociedades comerciales. Ley 222 de 1995, art. 23

mercados está asociada a los tipos de valores cuya emisión se encuentra autorizada. A partir de las categorías básicas citadas es posible crear esquemas mixtos que pueden ser importantes para el desarrollo de los mercados.

Un buen ejemplo es la posibilidad de emitir bonos convertibles en acciones, acciones que no otorgan derecho a voto, acciones que reciben un dividendo preferente, o los programas mediante los cuales se crean certificados de depósito negociables[90].

2. Tipos de inversionistas

Como se observa en la siguiente gráfica, existen diferentes tipos de inversionistas que participan en el mercado de valores, según las razones o propósitos que los motivan a acudir a dicho mercado. Esta categorización busca explicar los interés que tienen estos inversionistas desde el punto de vista económico. A continuación nos referimos a esta estructura, dado que su entendimiento es fundamental para comprender la dinámica y funcionamiento de los mercados.

A) *Inversionista individual*

Es el inversionista que hace uso de recursos propios al comprar o vender valores, o participar en el mercado mediante cualquier otro vehículo como los fondos de inversión. Sus decisiones de inversión son usualmente de mediano y largo plazo, dado que su vocación es la de mantener en exposición unos activos.

Este tipo de inversionista también puede acudir al mercado para realizar operaciones mediante las cuales se invierten excedentes de liquidez a corto plazo, es decir, recursos que el inversionista no va a utilizar dentro del futuro próximo (p. ej. un período de una semana). Entre estas operaciones se encuentran las operaciones simultáneas y las operaciones repo, en las cuales el inversionista compra los valores para venderlos posteriormente, con un diferencial de precio que representa la rentabilidad esperada.

Dentro de esta categoría encontramos a personas naturales que acuden al mercado de valores, así como también a empresas del sector real que encuentran en el mercado de valores una opción de inversión.

[90] Por ejemplo, los conocidos "American Depository Receipts" que son emitidos y negociados en Estados Unidos, según el marco regulatorio establecido por la Regla 144-A y la Regulación S.

B) *Inversionista institucional*

Son entidades que tienen como actividad principal invertir recursos de terceros o recursos regulados, en el mercado de valores. Por la naturaleza de su actividad, son entidades reguladas y vigiladas por las autoridades financieras. Dentro de estas entidades encontramos a las sociedades que administran fondos de inversión, a quienes administran recursos pensionales y a las entidades aseguradoras, entre otros.

Los inversionistas institucionales son actores muy importantes en el desarrollo y funcionamiento de los mercados de valores avanzados[91]. De un lado, son entidades que generan liquidez y profundidad a los mercados en razón a que sus operaciones son de alta frecuencia y por volúmenes importantes.

Teniendo en cuenta esta circunstancia, son entidades que también pueden afectar de manera sustancial el mercado, por el impacto que suele generar su actividad de compra y venta de valores, en razón a los volúmenes de operación, y dado que en algunos casos pueden tener acceso directo a los mercados mediante el uso de terminales activas de negociación. Por tal razón, en algunas jurisdicciones pueden ser consideradas entidades reguladas por su actividad en el mercado de valores, es decir como intermediarios del mercado de valores. Lo anterior, en adición y sin perjuicio de la regulación que les aplique de conformidad con el objeto social correspondiente (p. ej., regulación de seguros, fondos de pensiones, etc.).

Dado que son entidades vigiladas por la naturaleza del objeto social que desarrollan, es usual que existan regímenes de inversión en los cuales se establecen clases de inversiones admisibles, límites para la inversión en determinado tipo de activos, topes a la compra de valores que forman parte de una emisión de valores o que provienen de un emisor dado, y obligación de asegurar una rentabilidad mínima para los terceros.

Las normas sobre régimen de inversión se adoptan para asegurar estándares adecuados de protección a los recursos de terceros, y su existencia debe ser tenida en cuenta para entender la dinámica de los mercados. Por ejemplo, un ajuste a la estructura de fondos de pensiones como

[91] De hecho, uno de los factores que más incidencia ha tenido en el desarrollo de los mercados de valores ha sido la existencia de regímenes privados de fondos de pensiones, mediante los cuáles se agregan importantes recursos que son invertidos en el mercado de valores.

la que vivió recientemente Colombia[92], que implicó el establecimiento de un esquema de multifondos para los recursos de fondos de pensiones obligatorias, puede generar una recomposición de portafolios que afecte la dinámica de varios segmentos del mercado de valores.

C) *Posiciones de especulación y de arbitraje*

Un inversionista puede actuar en el mercado especulando o haciendo arbitraje. A continuación se explican tales posiciones.

No existe una definición en la regulación sobre el concepto de especulación. De acuerdo con el Diccionario de la Real Academia de la Lengua[93], la palabra especular (del lat. *speculāri*) tiene diferentes significados.

"1. tr. Registrar, mirar con atención algo para reconocerlo y examinarlo.

"2. tr. Meditar, reflexionar con hondura, teorizar. U. t. c. intr.

"3. intr. Perderse en sutilezas o hipótesis sin base real.

"4. intr. Efectuar operaciones comerciales o financieras, con la esperanza de obtener beneficios basados en las variaciones de los precios o de los cambios. U. m. en sent. peyor.

"5. intr. Comerciar, traficar.

"6. intr. Procurar provecho o ganancia fuera del tráfico mercantil".

Al estudiar los anteriores significados, encontramos que ninguno de ellos recoge con claridad y precisión la forma en que tal vocablo suele ser utilizado por los profesionales y estudiosos del mercado de valores.

Los significados 4 y 5 hacen referencia a actividades que desarrollan todos los tipos de inversionistas en el mercado de valores, dentro de los cuales están los individuales e institucionales. No refleja lo que de ordinario se conoce como especulación. Por su parte, la acepción descrita en el numeral 6 es inconsistente con la realidad de la especulación en el mercado de valores, dado que esta tiene lugar precisamente mediante la realización de operaciones en el mercado de valores, es decir, al interior del tráfico mercantil.

El significado 3 nos puede proveer de elementos relevantes para aproximarnos al significado de la palabra en el contexto del mercado

[92] Reforma incorporada por la Ley 1328 de 2009.

[93] Ver definición en el Diccionario de la Real Académica de la Lengua Española [en línea], disponible en *www.rae.es* [consulta el 31 de marzo de 2016].

de valores. Consideramos que resulta característico de la especulación en el mercado de valores, aquellas situaciones en las cuales los rumores o la información no confirmada cumplen un papel fundamental en las decisiones de inversión o desinversión. No obstante, en las decisiones típicamente especulativas también es posible que exista una serie de hechos o percepciones que sí cuentan con una base real[94].

Usualmente, la información no confirmada se refiere a hechos que tendrán impacto en el corto plazo. Por tal razón, es característico de la especulación que se busque obtener ganancias en un horizonte de tiempo corto.

Considerando lo anterior, puede definirse como especulador a aquel inversionista que toma decisiones de compra y venta en el mercado otorgando un gran peso relativo a la información no confirmada o a simples rumores, y buscando generar ganancias mediante posiciones largas o cortas, en el corto plazo.

Otra característica que se puede observar en la actividad especulativa es el fenómeno de apalancamiento financiero. Este consiste en usar mecanismos jurídicos y financieros para lograr una posición que es superior a los recursos disponibles para inversión. Entre los mecanismos usados para lograr dicho apalancamiento se encuentran las cuentas de margen, las operaciones repo, las operaciones simultáneas, los derivados y las ventas en corto[95].

Los inversionistas que toman posiciones de especulación cumplen una importante función para el mercado dado que proveen liquidez, profundidad y, en general, mayor dinamismo a los mercados. En efecto, en un mundo donde solamente existan jugadores que quieren mantener posiciones estructurales, por ejemplo, no existirán posiciones de especulación que mediante sus frecuentes operaciones contribuyan a descubrir el precio de mercado, aportando liquidez, información y capital, a lo largo de dicho proceso. En un mundo como el descrito se

[94] Por ejemplo, alguien puede comprar de manera especulativa a partir de un rumor de una posible fusión. No obstante, en esa decisión es muy posible que el especulador también considere la realidad comercial de la compañía, su información financiera pública, y otro tipo de información disponible al público. El especulador puede pensar algo como: "Si el rumor resulta cierto es posible obtener una ganancia interesante, y en caso de que resulte falso o no se materialice la fusión, se trata de una compañía sólida en la cual me sentiría tranquilo manteniendo una inversión".

[95] Estudiaremos este fenómeno en el capítulo II del tomo III donde se analizan los contratos y operaciones de cuentas de margen y ventas en corto.

verían afectados los emisores e inversionistas, dado que el proceso de descubrimiento de precios no podría cumplir su importante función para solucionar los problemas económicos descritos en el punto 1 de este capítulo (ej., problema de agencia y de asimetría en la información).

Finalmente, resulta importante reflexionar sobre la legitimidad de la actividad de especulación. En particular, en cualquier análisis crítico sobre el papel de esta conducta, un elemento de la mayor importancia es el riesgo de mercado que asume el especulador. En efecto, el hecho de que exista la posibilidad natural de que el mercado no se comporte de acuerdo con la expectativa de quien especula, y que este deba asumir con cargo a su patrimonio el costo de esa circunstancia, es lo que hace natural y legítima la actividad de especulación.

Creadores de mercado. Son entidades financieras que cumplen la función de comprar o vender valores con el fin de suministrar al mercado la liquidez que le permita a los inversionistas encontrar ofertas de compra o venta para la entrada o salida a las opciones de inversión. Pueden existir dos tipos de gestión de creación de mercado.

De un lado, se encuentra la actividad ordinaria de comprar y vender valores en el mercado secundario que se autoriza a algunas entidades financieras con el propósito de generar liquidez, buscando reducir los márgenes entre la oferta y la demanda[96].

Por otra parte, encontramos la gestión que se lleva a cabo en desarrollo de programas de creación de mercado. En Colombia existen algunos ejemplos. Para los títulos de deuda interna del gobierno nacional existe el programa de creadores de mercado para títulos de deuda pública[97]. Así mismo, la Bolsa de Valores de Colombia creó un programa de creadores de mercado para el mercado de derivados[98].

Por medio de estos programas, los participantes asumen obligaciones como las de estar ingresando continuamente ofertas de compra o de venta, lo cual se conoce como presencia en pantalla. Como contraprestación, pueden recibir diferentes tipos de beneficios, como la prioridad para la compra de valores en el mercado primario a precios favorables, u obtener descuentos en los costos de las operaciones que cargan los administradores de sistemas de negociación.

[96] En el caso colombiano, ver decreto único, art. 2.9.4.2.1.

[97] Ver resolución 3966 del 29 de diciembre de 2011, del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

[98] Ver Reglamento General del Mercado de Derivados de la BVC, en *www.bvc.com.co*

En la estructuración de este tipo de programas se busca que las ventajas ofrecidas por el administrador del programa, que puede ser el Estado, emisor o bolsa de valores, sean suficientes para motivar la participación continua en el mercado ofreciendo comprar y vender.

En cuanto a la posición de arbitraje, corresponde a la que toman inversionistas que desarrollan una estrategia de inversión u operación en los mercados conocida como arbitraje. El arbitraje consiste básicamente en obtener una ganancia mediante la compra y venta de un valor que se está cotizando a precios diferentes en dos o más mercados. Así, por ejemplo, si un valor que se encuentra listado en Colombia pero también en una bolsa de valores del extranjero, y se está comprando a $ 1000 en Colombia, pero al mismo tiempo es posible adquirirlo a $ 950 en una bolsa extranjera, la actividad de arbitraje consistirá simplemente en adquirir el activo en el extranjero a un precio bajo y venderlo localmente a un precio mayor, obteniendo utilidad.

Una característica fundamental de la actividad de arbitraje consiste en que el operador puede obtener una utilidad sin asumir riesgo de mercado, dado que compra y vende un mismo activo al mismo tiempo, de tal manera que su posición neta en el activo no varía por efecto de este tipo de operación[99].

Es natural que existan costos transaccionales por hacer este tipo de operación, como por ejemplo las comisiones que carguen los intermediarios, los costos de transferir las acciones de un depósito extranjero a uno local, entre otros. No obstante, si estos costos son inferiores a las ganancias que pueden obtenerse, esta estrategia resulta beneficiosa.

Cuando se observa una disparidad en los precios de negociación de un activo dado en dos mercados diferentes, resulta natural que los inversionistas de arbitraje participen en el mercado desarrollando este tipo de estrategia. En la medida en que esto ocurra, el mercado donde el activo se cotiza a un menor precio va a recibir una presión por una demanda de valores adicional, dado que existirán muchos inversionistas interesados en comprar. Por efecto de la ley de la oferta y la demanda, esta demanda adicional generará un incremento del precio. Por su parte, el mercado en el cual se cotiza el valor a un precio mayor observará una presión en el precio por las ofertas de venta, lo cual

[99] Por razones operativas, puede existir una diferencia de segundos entre los momentos de cada una de las operaciones. En estricto sentido, durante este breve lapso el operador que implementa esta estrategia asume un riesgo de mercado. A pesar de esto, la literatura ha calificado esta operación como de cero riesgo de mercado.

generará disminución en el precio. Como consecuencia, la gestión de los especuladores llevará a que el precio entre los diferentes mercados tienda a equilibrarse.

La gestión de arbitraje no solamente se presenta cuando hay diferencias de precio entre un mismo activo. También se puede observar en otro tipo de valores o activos financieros. Un ejemplo es el caso de las operaciones de compraventa ordinarias de un valor dado, y el valor de los derivados sobre tal activo.

En caso de que el valor futuro de un activo resulte demasiado alto en comparación con el valor de operación actual y las tasas de interés no sean tan altas como para hacer inviable este negocio, es posible que se desarrolle este tipo de estrategia: el operador puede vender en un futuro (p. ej., a treinta días) al precio alto, tomar un préstamo el día de hoy para adquirir los valores a un precio bajo (en comparación con el precio al que puede venderlos a futuro), y simplemente asumir el costo de los intereses, como parte de la estrategia.

En caso de que el costo de los intereses sea inferior a la diferencia entre el precio de hoy y el precio en un futuro, el operador puede obtener mediante esta estrategia una ganancia sin asumir ningún tipo de riesgo de mercado. Cuando llegue el día de cumplimiento de la operación a futuro, el operador simplemente venderá al precio alto y con los recursos recibidos por la venta pagará el crédito obtenido más los intereses, logrando así una utilidad.

3. Segmentos de emisión

Es natural que la protección a los inversionistas genere cargas a los emisores, como, por ejemplo, la obligatoriedad de obtener autorización previa, la elaboración de prospectos sujetos a modelos predeterminados, la revelación de información periódica y eventual, entre otros. Este tipo de cargas que generalmente acarrean costos y riesgos[100], pueden no ser necesarias cuando las emisiones son dirigidas a inversionistas altamente sofisticados o que cuentan con los recursos para protegerse directamente. En cuanto sea posible reducir cargas que no agreguen valor al mercado, será posible mejorar los estándares de eficiencia del mismo.

[100] Como, por ejemplo, el riesgo legal frente a terceros en casos de posible incumplimiento.

En algunas jurisdicciones se han desarrollado segmentos de emisión. Existen dos propósitos principales que se buscan mediante este tipo de estructura.

En primer lugar, es posible establecer requerimientos diferenciales de acuerdo con el grado de protección que se requiera en el segmento correspondiente. Así, por ejemplo, las compañías que quieren colocar sus valores entre inversionistas profesionales o institucionales, los cuales requieren un menor grado de protección, pueden estar sujetas a estándares regulatorios menos exigentes, lo cual facilita su ingreso al mercado de capitales, al reducir los costos y obligaciones legales.

En el caso colombiano, el segmento profesional se ha llamado "segundo mercado"[101], y por medio de este se permite el ofrecimiento de valores a los denominados inversionistas calificados. Los emisores que limitan el ofrecimiento de valores de este segmento de mercado gozan de algunos beneficios, como la posibilidad de elaborar un prospecto simplificado sujeto a menores estándares de revelación, y la posibilidad de un trámite más expedito[102].

Un segundo propósito que se busca cumplir mediante la estructuración de mercados por segmentos, es la mejora de estándares de los emisores mediante una estructura que permita comunicar y hacer visible el compromiso con mejores prácticas de gobierno corporativo. Uno de los casos más conocidos ha sido del "nuevo mercado"[103] que ha desarrollado la Bolsa Brasileña BOVESPA (hoy BM & FBOVESPA)

[101] Ver decreto único, art. 5.2.3.1.1. y ss.

[102] En algunos trabajos se ha sugerido reformar el régimen de segundo mercado para mejorar su funcionamiento e impacto en las empresas no emisoras del sector real que quieren hacer su tránsito hacía la financiación por medio del mercado de valores. Ver Nydia Remolina León y Andrea Patricia Alba Molina, "Segundo Mercado: balance y propuestas para su profundización desde la perspectiva de las pequeñas y medianas empresas", en *Análisis Revista del Mercado de Valores*, núm. 1, diciembre de 2010, disponible en *http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/revistaanalisised1.pdf* [consulta: 3 de marzo de 2016] y Carlos Aldana, Felipe Aristizábal y Claudia Echavarría, "Instrumentos regulatorios para fomentar la profundización del mercado de deuda en Colombia", en *Análisis Revista del Mercado de Valores*, núm. 1, diciembre de 2010, disponible en *http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/revistaanalisised1.pdf* [consulta: 3 de marzo de 2016].

[103] Ver Maria Helena Santana, Melsa Ararat, Petra Alexandru B., Burcin Yurtoglu, *Novo Mercado and Its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform* [en línea], Global Corporate Governance Forum, 2008, disponible en *http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/e1162a8048a7e69ea787e76060ad5911/Novo%2BMercado%2Btext%2Bscreen%2B4-21-08.pdf?MOD=AJPERES* [consulta: 3 de abril de 2016].

en diciembre de 2000, mediante la cual se establecen estándares exigentes en materia de gobierno corporativo adicionales a los mínimos regulatorios. Entre tales buenas prácticas se destaca el compromiso de emitir solamente acciones ordinarias (no preferenciales), reglas especiales para la constitución de la junta directiva, revelación de información financiera adicional (p. ej., Estados financieros consolidados y demostración de los flujos de caja)[104].

El desarrollo de segmentos de mercado "premium" como el segundo mercado, tiene la potencialidad de eliminar las asimetrías de información, dado que el listado en sí mismo puede ser considerado un mecanismo de "señalización"[105]. En efecto, mediante una decisión observable, los emisores con más altos estándares pueden enviar un mensaje al mercado sobre su compromiso con el buen gobierno, que es imposible de adoptar por emisores que no tienen un alto grado de compromiso con la creación de valor para sus accionistas.

La estructuración de mercados por medio de segmentos puede ser muy importante para su eficiencia, toda vez que se reducen costos innecesarios, se facilita el flujo de recursos, y se permite el uso de mecanismos de señalización que contribuyen a resolver la asimetría en la información. Este tipo de estructura de mercado permite a los emisores ser más competitivos al poder captar recursos a menores tasas, a la vez que se reducen los costos y riesgos de emisión. Al mismo tiempo, generan mayor confianza en los inversionistas y racionalizan la carga de la intervención del Estado.

4. Intermediación de valores[106]

En el siguiente cuadro se incluye un mapa de las diferentes actividades que constituyen intermediación de valores. Como se observa en el cuadro, existen tres principales categorías en las cuales se puede segmentar la actividad de intermediación, según la forma en que cada una de ellas le permite a los clientes acceder a comprar o vender valores.

---

[104] *Ibidem*.

[105] Ver Michael Spence, "Market Signaling, Information Transfer in Hiring and Related Processes", en *Industrial and Labor Relations Review*, Harvard University Press, 1974.

[106] El capítulo I del tomo III de esta obra colectiva se dedica al estudio de la actividad de intermediación en el mercado de valores, así como del concepto y modalidades de intermediación, los contratos, operaciones, productos y servicios ofrecidos por los intermediarios, y los principales deberes a cargo de estos.

Tabla 1

	1. Cuenta propia entre intermediarios	2. Actividad No discrecional				3. Actividad discrecional	
		2.1. Colocación	2.2. Distribución	2.3. Comisión	2.4. Corretaje	3.1. Inversión terceros colectivos	3.2. Inversión terceros individuales
Casas de Bolsa	Acc-Bon-Der	√	Bon-Der	√	√	√	√
Bancos	Bon-Der	**	Bon-Der				
Fiduciarias	Bon-Der		*			√	√
AFPs	Acc-Bon-Der		*			√	
Corporacíón Financiera	Acc-Bon-Der	√	*				
Compañía de Financiamiento	Bon-Der		*				
Sociedades administradoras de inversión	Acc-Bon-Der		*			√	

* En el caso colombiano, es posible realizar operaciones de compra y venta de valores para su cuenta propia sin que exista restricción sobre el tipo de contraparte, pero en la práctica no realizan este tipo de actividad como contrapartes de clientes, sino solamente en contratos con otras entidades vigiladas.

** En algunos casos, como en programas de creadores de mercado, participan en el proceso de colocación comprando en el mercado primario y posteriormente vendiendo en el mercado secundario a sus clientes o a entidades vigiladas.

En primer lugar se encuentra la actividad de cuenta propia entre intermediarios. Por medio de esta actividad de intermediación, las entidades financieras compran y venden valores teniendo como contraparte solamente a entidades que cumplan dos requisitos: (i) que sean intermediarias del mercado de valores, y (ii) que no sean consideradas clientes, teniendo las protecciones que la regulación les otorga a estos.

En característica de este tipo de actividad de intermediación que se realiza entre entidades que han recibido la licencia del Estado para desarrollar actividad financiera, y en consecuencia son participantes expertos en los mercados. Las operaciones que se realizan entre ellos no están sujetas a ningún tipo de estándar de protección de las partes usualmente utilizadas para evitar abusos en contra de los inversionistas, como, por ejemplo, el deber de asesoría.

En segundo lugar, se encuentran los contratos o productos mediante los cuales las entidades intermediarias les facilitan a los clientes el acceso a la compra o venta de valores, sin que exista ningún tipo de gestión discrecional en relación con el patrimonio de los clientes, por parte de tales entidades intermediarias. En este tipo de operaciones, tales entidades pueden prestar servicios operativos, asesoría, gestión de representación jurídica, entre otros, pero siempre es el cliente quien toma la decisión final en relación con cada operación de compra o venta de valores.

En tercer lugar, encontramos los productos con los cuales los clientes hacen entrega de recursos o valores para que las entidades intermediarias realicen actividades de inversión de forma discrecional, de conformidad con su criterio profesional y los lineamientos establecidos contractualmente o de manera general en la regulación.

Como se observa, existen diferentes tipos de servicios que pueden considerarse actividad de intermediación. En la Parte III de esta obra se aborda en mayor detalle el estudio de la actividad de intermediación de valores, y los contratos, operaciones, productos y servicios mediante los cuales se lleva a cabo.

A diferencia de lo que ocurre con la actividad de emisión de valores, que se distingue claramente de otras actividades reguladas, y se encuentra clasificada dentro de una sola categoría, en el caso de otras actividades reguladas los conceptos y clasificaciones pueden traslaparse.

Existe la posibilidad de regular de manera independiente cada actividad financiera. Por ejemplo, se puede regular de manera específica la colocación (*underwriting*), la actuación como agente (contrato de comisión), la actuación en cuenta propia (distribución), y la administra-

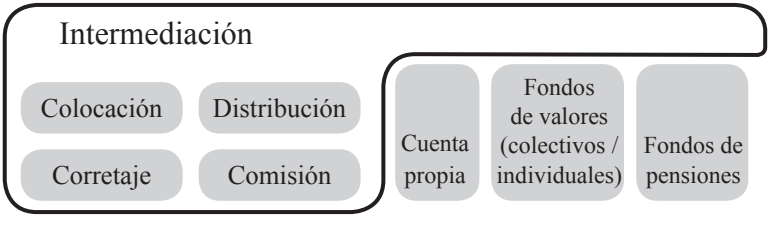
ción de recursos de terceros para la inversión en el mercado de valores (fondos individuales o colectivos).

No obstante, en algunos casos como el colombiano, existe el concepto de intermediación de valores como categoría general que abarca un conjunto de actividades reguladas. Por ejemplo, la realización de operaciones en el mercado de valores para los fondos de inversión es una actividad que se considera de intermediación[107], y en tal sentido se encuentra sujeta a ciertas obligaciones y normas de conducta propias de esta categoría, en adición a las normas específicamente diseñadas para la actividad de administración de tales fondos.

A continuación se incluye un gráfico en el cual se ilustra cómo algunas actividades reguladas entran total o parcialmente dentro del concepto de intermediación. En el caso de actividades como la comisión, el corretaje y la colocación, nos encontramos frente a gestiones que constituyen la esencia misma de la intermediación dado que nacen con el propósito exclusivo de permitirle a los clientes la adquisición o venta de activos. La distribución sin duda cumple el mismo fin económico de acercar demandantes y oferentes de valores, aunque no en todas las jurisdicciones es reconocida y regulada de manera expresa como una actividad de intermediación.

Las operaciones de cuenta propia con otras entidades intermediarias solamente en algunos casos se considera actividad de intermediación, dado que depende de que exista un acceso directo a los sistemas de negociación o de registro de valores[108].

Finalmente, en el caso de los fondos de valores y los fondos de pensiones se observa que solamente algunas de las actividades desarrolladas son consideradas intermediación, como la celebración de operaciones de compra y venta de valores. Por su parte, no son consideradas como intermediación las actividades ajenas al mercado de valores que se desarrollan en la administración de estos fondos, como la inversión en fondos de capital privado.



[107] Ver decreto único art. 7.1.1.1.2, num. 4.

[108] *Ibidem*, num. 6.

Además, en materia de certificación de profesionales del mercado de valores, obligación que resulta aplicable en relación con las actividades de intermediación, se considera que el proceso de promover o promocionar actividades de dicha naturaleza solamente puede ser desarrollado por funcionarios certificados. Por tal razón, se observa que ciertas actividades relacionadas con la administración de fondos, como la de promocionar o promover la vinculación de clientes a los mismos, es considerada una actividad de intermediación dado que por medio de ella se acercan demandantes y oferentes de inversiones en valores, y tal acercamiento se materializa finalmente mediante operaciones de compraventa de valores para los respectivos fondos. Por tal razón, tales profesionales se encuentran sujetos a un estándar de certificación y deben inscribirse en el Sistema de Información del Mercado de Valores.

En resumen, se observa que en el diseño de la arquitectura de un mercado de valores, existen actividades que pueden regularse de manera individual o como parte de un género o subgénero.

El tomo III de esta obra se dedica al estudio de la actividad de intermediación de valores en el mercado colombiano, sus operaciones y los contratos que las sustentan.

5. Las piscinas oscuras ("dark pools")

Las llamadas "piscinas oscuras" son foros de liquidez al cual acuden compradores o vendedores, pero que no son asequibles ni conocidas por el público en general. Para que pueda existir una piscina oscura es necesario que la regulación permita la realización de operaciones en el mercado mostrador, dado que si todas las operaciones son realizadas obligatoriamente en sistemas de negociación, todas serán visibles por los intermediarios y podrán ser agredibles.

Pueden existir diferentes tipos de piscinas oscuras. De un lado, están aquellas que se generan por el efecto de internalización de órdenes compatibles entre clientes compradores y vendedores de un intermediario dado. Para estos efectos, internalización se entiende como la práctica consistente en buscar ofertas compatibles entre otros clientes de la firma, sin exponer la oferta correspondiente en un sistema de negociación, como puede ser el sistema de una bolsa de valores, en el cual esta pueda ser aceptada por terceros.

En este caso, la entidad financiera que cuenta con un flujo importante de órdenes compradoras y vendedoras, puede empezar a cruzarlas entre sí como parte de su política. En la medida en que los volúmenes

crezcan, es posible que la entidad intermediaria termine administrando un mercado importante, caracterizado por la existencia rutinaria de una cantidad de órdenes de ambos lados del mercado (compra y venta), las cuales generan la expectativa razonable, a clientes y terceros, de que es posible encontrar puntas compatibles cuando se imparten órdenes por medio de dicha entidad, cuyos originadores son clientes de la entidad, o incluso ella misma.

También se consideran piscinas oscuras el conjunto de operaciones de altos volúmenes que se celebran directamente entre operadores del mercado mayorista de manera usual. Lo anterior, dado que tales operaciones se realizan de manera reiterada y no son visibles o agredibles[109] por terceros. El conjunto de tales operaciones integran una fuente importante de liquidez que no es visible para el público en general.

En algunos mercados, como el de la renta variable en Colombia, no se permiten las piscinas oscuras, dado que se requiere que todas las ofertas de compra o venta sean expuestas al mercado y puedan ser tomadas por otros participantes del mercado.

Las piscinas oscuras pueden cumplir un papel muy importante dentro de la estructura de un mercado de valores. Por ejemplo, para jugadores del mercado mayorista, la existencia de piscinas oscuras puede ser crítica para poder realizar operaciones de grandes volúmenes sin afectar los precios de referencia. En ese sentido, para un jugador con recursos cuantiosos puede ser un gran desincentivo el acudir a un mercado a participar, si se le obliga a que sus ofertas u operaciones estén sujetas a un alto nivel de transparencia. Esto puede ocurrir, por ejemplo, cuando se obliga a acudir a un sistema de negociación para poder realizar operaciones de compra y venta.

La existencia de piscinas oscuras o la realización de operaciones no visibles, no necesariamente afectan la integridad del mercado. Lo anterior, en razón a que para el mercado lo más importante es que tales contratos se realicen a precios de mercado a la luz de los legítimos intereses del comprador (comprar al precio más bajo posible) y vendedor (vender al precio más alto posible) dentro de un proceso natural de negociación o regateo en el cual cada una de las partes busca su mejor interés. Adicionalmente, el precio y volumen de tales operaciones pueden ser conocidas con posterioridad por el mercado en general, de acuerdo con las normas de revelación *ex post*.

[109] Esto significa que no se puede "tomar" (aceptarla) la oferta a través de un sistema de negociación.

Más adelante analizamos en mayor detalle los argumentos a favor y en contra de la obligación de acudir obligatoriamente al sistema transaccional, así como sus implicaciones para el mercado.

6. Servicios de infraestructura y apoyo

En la siguiente gráfica se puede observar el proceso operativo asociado a realización de operaciones sobre valores. Utilizaremos está imagen como referencia para explicar cuáles son las definiciones de arquitectura más importantes que se deben adoptar en cada mercado, con lo cual es posible entender de mejor manera el funcionamiento general del mismo y adoptar posiciones críticas frente a las diferentes decisiones que deben tomarse.

			Acciones	Bonos	Derivados	Acceso
Negociación y registro	Sistema de negocio			√	√	IMVs
	Bolsas		√			S.C.B.
	OTC	Con registro		√		IMVs
		Sin registro				
	Corretaje masivo (brks)			√	√	
Cumplimiento	Entrega contra apartes			√	√	
	Entrega contra pago (depósito)			√		
	sistema de CyL		√			
	CRCC				√	
Custodia	Físico		√	√	N. A.	
	Desm. nomin IMV				N. A.	
	Desm. anotación en cuenta		√	√	N. A.	

El cuadro muestra la estructura actual del mercado de valores colombiano. No obstante, se busca evidenciar la posibilidad de que en cada jurisdicción pueda existir series diferentes de combinaciones.

A) *Negociación*

La negociación es el proceso que se lleva a cabo entre posibles compradores y vendedores (o sus representantes), por medio del cual se busca llegar a un precio de operación al cual las dos partes estarían dispuestas a celebrar un contrato. La negociación puede llevarse a

cabo de manera directa mediante la discusión o regateo entre las partes, o mediante el ingreso de ofertas de compra o venta en un sistema de negociación.

Una de las discusiones más relevantes sobre la estructura de los mercados de valores se presenta en este punto. En algunas jurisdicciones se considera que la negociación de acciones debe realizarse de manera exclusiva mediante sistemas de negociación, y se considera como prohibida la negociación bilateral.

Una de las razones que fundamenta esta política es la idea de que la liquidez de los mercados se mejora cuando todos los participantes interesados en comprar y vender están obligados a acudir a un único foro. En tal sentido, se considera que la obligación de comprar y vender a través del sistema hace que se agreguen las intenciones de adquirir o vender las acciones en un foro. Esto es especialmente cierto para mercados en los cuales existe un único foro de negociación, o cuando una gran parte de las operaciones del mercado se realizan por medio de un sistema[110].

Otra razón que fundamenta la obligatoriedad de acudir a un sistema de negociación es la creencia de que se mejora el proceso de formación de precios. Dado que todos los interesados exponen los mejores precios a los que están dispuestos a operar en una sola pantalla, la comunidad en general puede percibir de manera muy clara, cuáles son las percepciones del mercado en general, conociendo los mejores niveles de compra y de venta.

Lo anterior es entendido como un ingrediente adicional de protección a los inversionistas en general, que resulta especialmente relevante para quienes requieren especiales estándares de protección, como los clientes inversionistas y las entidades públicas que acuden al mercado de valores. En tanto mejor sea el proceso de descubrimiento de precios, el mercado podrá señalar de mejor manera los valores que se encuentran sobrevalorados o subvalorados, con lo cual se contribuye a solucionar el problema de asimetría en la información.

En este punto es relevante recordar una regla básica de los sistemas de negociación, como es la regla de prelación por precio y tiempo. Dicho principio establece que el primer criterio de ordenación de las ofertas es el precio, y el segundo criterio es el tiempo. Así, la oferta

[110] Ver Documento AMV DI-*01 Estudio sobre la normatividad de operaciones preacordadas y propuesta de acción inmediata*[en línea], disponible en *http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20110721173932.pdf* [consulta 3 de abril de 2016].

que represente el mejor precio de compra o de venta será aquella que se ubique en primer lugar de la lista de ofertas que ordenan los sistemas. Cuando existan dos o más ofertas a un mismo precio, estas se ordenarán según su orden de llegada.

Por lo anterior, al establecer la obligación de realizar las operaciones mediante un sistema de negociación, se beneficia a quienes se han manifestado primero en el tiempo y de manera formal mediante el ingreso de oferta en la pantalla, su intención de realizar una operación en un ámbito determinado. Así, mediante la norma se busca que quienes primero manifiesten su intención de enajenar a un nivel de precio determinado, tengan prelación sobre cualquier otro agente del mercado para realizar una operación con cualquier persona que se encuentre al otro lado del mercado, y esté dispuesto a realizar una operación a ese precio.

En atención a esta regla, se considera irregular que participantes del mercado celebren una compraventa a un precio al que está dispuesto a comprar o a vender cualquier otra persona que de manera previa haya ingresado una oferta en el sistema de negociación.

Dado que los sistemas de negociación ordenan las ofertas por mejor precio y tiempo de ingreso, cualquier inversionista que no sea conocedor del mercado o requiera especial protección, puede tener la certeza de que su oferta de compra o venta se realizará al mejor precio disponible en todo el mercado, sea este ofrecido por un cliente inversionista, por un profesional, por un especulador o una entidad financiera.

A pesar de que estos argumentos parecen convincentes para que se adopte una norma que obligue a comerciar recurriendo a sistemas de negociación, lo cierto es que no constituye un estándar regulatorio en el mundo. Además, no faltan las críticas a las jurisdicciones que han adoptado dicha fórmula.

Los críticos señalan que la obligatoriedad no tiene en cuenta la complejidad del mercado, y desconoce que en la realidad existen muchos casos donde la negociación directa puede favorecer la dinámica del mercado y, consecuentemente, su liquidez. La negociación directa es especialmente importante en dos circunstancias: operaciones por grandes montos y en operaciones sobre especies que no tienen gran liquidez.

Quienes no están de acuerdo con esta norma, manifiestan que en casos diferentes a operaciones de grandes montos o sobre especies ilíquidas, no es necesario contar con una norma que obligue a los actores a acudir al sistema de negociación, dado que por norma general estos actuarán de la manera que resulte más eficiente. En tales circunstan-

cias, es claro que para los participantes en el mercado resultará mejor ingresar una oferta en un sistema de negociación, que incurrir en el costo transaccional que implica la negociación directa.

Es una realidad económica que la negociación de cualquier activo se lleva a cabo de manera diferente según sea su monto. Por tal razón, un mismo activo puede tener un precio diferente según el volumen de la transacción, siendo cada precio legítimo a la luz de cada negociación en particular. Para entender mejor esta realidad podemos apoyarnos en un ejemplo.

Suponga el lector que una persona tiene la necesidad de adquirir un par de zapatos. Si esa persona acude al distribuidor minorista del producto, seguramente estará dispuesto a pagar el precio de lista. Pero si la persona quiere adquirir 1.000 pares de zapatos, dado que su propósito es exportarlos, seguramente el precio de cada par será considerablemente inferior. No obstante, el precio X que se está dispuesto a pagar por una unidad del producto, y el precio Y al que se acuerda la compraventa de un volumen importante del producto, resultan igualmente razonables, legítimos y económicamente eficientes para las partes y el mercado.

Esto evidencia que la dinámica de un mercado de distribución minorista (*retail*) y el funcionamiento de un mercado mayorista (*wholesale*) resultan bien diferentes. A la luz de esta realidad, una crítica a la obligatoriedad es que lleva a que dos mercados que tienen una naturaleza diferente, y en los cuales los precios son usualmente diferentes pero también legítimos, al coexistir en los sistemas de negociación, se pueden afectar los intereses de los participantes que buscan realizar operaciones a los mejores precios.

Ahora bien, alguien podría señalar que la obligatoriedad no afecta el desarrollo del mercado, pues dos jugadores del mercado mayorista pueden ingresar sus ofertas de compra o venta en el mercado al precio al cual desean transar, y simplemente esperar a que otro jugador mayorista, en la posición contraria, agreda la oferta, o que entre muchos actores interesados en operar fracciones de la operación al precio establecido, vayan absorbiendo poco a poco la oferta o la demanda.

Lo anterior puede sonar plausible, pero, este análisis no consulta la dinámica en los procesos de negociación, y especialmente el efecto en el precio de una oferta propia del mercado mayorista. Así, si las operaciones en una especie X son en promedio de 1 millón de dólares, y un actor en un momento determinado quiere vender el equivalente a

50 millones de dólares, es natural que el ingreso de una oferta de venta por dicho monto genere un impacto en el precio de mercado, por el funcionamiento de las leyes de oferta y demanda. Por ello, es mucho más razonable para el jugador en cuestión, buscar de manera directa a posibles compradores interesados en realizar una operación de un volumen importante.

Si existe la obligación de realizar las operaciones a través del mercado, podrían existir dos interpretaciones frente a la posibilidad de negociaciones previas directas o premercadeo. De un lado, podría concluirse que cualquier acercamiento previo es indebido, dado que el espíritu de la norma busca que la negociación se realice recurriendo al sistema de negociación. Alternativamente, podría interpretarse que estos acercamientos son legítimos siempre y cuando las partes no busquen crear algún tipo de obligación, y respeten el principio de que jurídicamente no podría existir contrato diferente al que se celebre por medio del sistema.

En el caso colombiano consideramos que han acogido la segunda tesis las autoridades[111]. Por ello, se entiende que un acercamiento preliminar entre potenciales compradores y vendedores del mercado minorista es legítimo, lo cual se ha conocido como la gestión de "premercadeo". No obstante, en caso de que llegase a existir un precio de referencia para el ingreso de puntas que sean compatibles, debe respetarse a quienes han mostrado interés en comprar o vender a un mejor precio, mediante ofertas previamente ingresadas al sistema.

En este punto surge una segunda crítica a la obligatoriedad. En efecto, de acuerdo con lo explicado, los participantes del mercado mayorista que han realizado una gestión de premercadeo deben asumir el riesgo de que todo o parte de su operación sea adjudicada de manera preferente a terceros, lo cual puede ir en contra de su interés y desincentivar la participación de grandes jugadores internacionales en el mercado local. Para entender el fenómeno usemos un ejemplo.

Supongamos que a las 10:00 de la mañana del día X, el mejor precio de ofertas de compra de la especie Y es de 104, y el mejor precio de ofertas de venta es de 105. Las ofertas son en promedio de un monto de 1 millón de dólares, siendo la menor de 500.000 dólares y la mayor de 3 millones de dólares. A esa misma hora, dos jugadores

[111] Ver Autorregulador del Mercado de Valores, *Libre concurrencia e interferencia de participantes en el mercado* [en línea], disponible en *http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20120518162846.pdf* [consulta: 3 de marzo de 2016].

del mercado mayorista llevan a cabo un acercamiento directo (gestión de premercadeo) mediante el cual concluyen que estarían dispuestos a celebrar una operación por el equivalente a 50 millones de dólares de la especie Y a un precio de 100 por acción. El vendedor está dispuesto a vender a un precio inferior al del mercado minorista, dado que es quien tiene mayor interés en realizar la operación y ha tomado la iniciativa para proponer el negocio. Adicionalmente, si bien existen ofertas a precios mejores, la totalidad de ofertas de compra disponibles en ese momento es tan solo de 30 millones de dólares, y el promedio de compra sería de 98. Por ello, es completamente racional para el vendedor, en su mejor interés o en el de terceros a quienes represente, buscar un comprador en el mercado mayorista que esté dispuesto a adquirir el paquete de acciones a un mejor precio, considerando el monto agregado de la transacción.

Ahora bien, dado que se trata de una operación mayorista, el posible comprador está dispuesto a adquirir a un precio de 100 considerando el monto que está en discusión. Es decir, si le estuvieran ofreciendo 30 millones de dólares en lugar de 50, podría no estar dispuesto a realizar la operación en absoluto, u ofrecería un precio inferior, por ejemplo 98. Dado lo anterior, para el comprador se deriva un riesgo a partir del imperativo de respetar a quienes manifiesten su interés de realizar una operación en el mercado, de manera previa al momento en que este ingrese su propia oferta de compra en el sistema. Esto genera incertidumbre sobre el monto posible de la operación, lo cual a su vez puede desincentivar el interés de entrar en una gestión de premercadeo en el mercado mayorista. En algunos casos, el desincentivo puede mermar el apetito por premercadear operaciones del mercado mayorista. A su vez, dicha situación afecta la dinámica del mercado de operaciones de altos volúmenes, lo cual desincentiva el ingreso de jugadores importantes al mercado.

En otras palabras, cuando esta característica del mercado y los riesgos que ella implica son entendidos por los jugadores internacionales que, por su naturaleza, pueden generar un dinamismo importante en el mercado, estos podrían considerar que los mecanismos de salida de su inversión están sujetos a fricciones en la negociación que dificultan obtener de un mejor precio de negociación.

Dado lo anterior, la obligatoriedad de celebrar todas las operaciones mediante un sistema de negociación, puede afectar sustancialmente la eficiencia en la negociación de valores, con efectos nocivos para el desarrollo e integridad del mercado.

Otra dificultad se presenta en el caso de valores con poca liquidez. Por su naturaleza, en la negociación de este tipo de valores cumple un papel muy importante el diálogo directo entre potenciales compradores y vendedores. Si el titular de una acción altamente líquida y conocida requiere vender su participación, el mecanismo más eficiente consiste en ingresar la oferta correspondiente en el mercado. De otro lado, en el caso de especies menos líquidas, quien tiene el interés de comprar o vender se puede ver en la necesidad de tomar la iniciativa y formular la propuesta ante terceros posiblemente interesados. Dado que se trata de especies con poca liquidez, es natural que en el mercado existan pocas o quizá ninguna oferta de compra disponible. En este escenario es preciso buscar la creación de mercado mediante la búsqueda directa y motivación de posibles interesados. En el caso de un interés de venta, dicho proceso puede incluir la promoción sobre la calidad de las acciones y el buen precio al cual estaría dispuesto a realizar la operación, lo cual representa una oportunidad interesante para terceros. Naturalmente, este tipo de gestión crea mercado, genera una dinámica que le imprime alguna liquidez a la especie, y solamente puede realizarse mediante el diálogo directo.

Por todo lo anterior, la obligatoriedad es un estándar regulatorio que puede fortalecer en algún grado la protección a los participantes del mercado. No obstante, puede generar efectos no queridos que afecten la profundización y desarrollo de los mercados.

B) *Registro*

En algunos mercados de valores se ha establecido la obligación de reportar las operaciones realizadas en el mercado mostrador por medio de sistemas de registro. Esto significa que las entidades sujetas a este deber tienen que informar sobre la realización de cada operación sobre valores, suministrando los datos que permitan conocer las características de la operación, como el valor, el monto, el precio y el momento exacto de celebración.

Son dos los objetivos que se persiguen con el establecimiento de sistemas de registro. De un lado, se busca asegurar la transparencia pos negociación, es decir, que el mercado en general pueda tener conocimiento sobre las condiciones en que están siendo celebradas operaciones en el mercado. De esta manera, los inversionistas y entidades financieras pueden tener acceso a la información sobre los precios actuales de mercado.

El segundo propósito del registro es el de asegurar la inalterabilidad y trazabilidad de las operaciones realizadas en el mercado, lo cual a su vez resulta fundamental para poner en marcha sistemas avanzados de supervisión del mercado. Dado que las operaciones son reportadas a una entidad independiente y especializada en la prestación de este servicio, es posible contar con una base de datos comprensiva de las operaciones realizadas de manera directa (mercado mostrador), a partir de la cual se pueden reconstruir los acontecimientos del mercado. Esta información alimenta los sistemas utilizados por las autoridades para detectar posibles infracciones en el mercado.

En el diseño de una estructura de registro existen diferentes aspectos que se deben tener en cuenta. Uno de los elementos más relevantes es el tiempo límite de registro de las operaciones, es decir, el tiempo máximo que puede transcurrir entre el momento en que se realiza la operación y su registro. Se busca que este tiempo sea lo suficientemente corto para que el mercado pueda acceder a información de manera oportuna, pero también que sea lo suficientemente extenso para que existan altos niveles de cumplimiento por las entidades, considerando sus capacidades operativas. En el caso colombiano, el tiempo que se ha establecido es de 15 minutos.

Otro de los aspectos que se debe considerar es el estándar de transparencia, es decir, la forma en que la información se va a diseminar a terceros. En términos generales, para este análisis es necesario resaltar que existen diferentes tipos de terceros. De un lado, están los miembros, afiliados o clientes directos de la entidad que administra el sistema de registro. En el caso de los sistemas administrados por bolsas de valores, dentro de esta categoría se encuentran los miembros de la bolsa (casas de bolsa) y las entidades a quienes les preste el servicio de registro, si se trata de una bolsa que adelanta dicha actividad. Usualmente, estas entidades tienen acceso en tiempo real o cuasi-real a la información, precisamente en razón a que la entidad administradora del sistema ofrece este beneficio a las entidades con las cuales tiene relación comercial.

De otro lado está el público en general. Como hemos mencionado, uno de los propósitos de los sistemas de registro es el de permitir que todo el mercado pueda acceder a la información sobre las operaciones realizadas en el mercado mostrador. No obstante, en relación con el mercado la información no es necesariamente difundida en tiempo real o cuasi-real. La forma y tiempo en la cual debe ser obligatoriamente publicada la información es una decisión que se debe adoptar en cada

mercado. En principio, es importante establecer una periodicidad mínima para hacer pública dicha información. En el caso colombiano, se ha establecido que los administradores de sistemas de registro tienen que hacer pública la información de manera diaria[112].

C) *Cumplimiento*

Existen diferentes mecanismos que se pueden utilizar en el mercado para llevar a cabo el proceso de cumplimiento de las operaciones. Para las obligaciones asumidas por medio de estos contratos, es necesario adelantar ciertos pasos operativos posteriores a la celebración de una operación, mediante los cuales se materializa la entrega de los valores y del dinero, entre vendedor y comprador.

Los mecanismos que ha desarrollado la industria en diferentes mercados son los siguientes:

- Pago contra entrega.
- Sistema de compensación independiente.
- Gestión de compensación a cargo del intermediario.
- Cámara de Riesgo Central de Contraparte.

En la Parte V de esta obra se estudian estos mecanismos. En algunos mercados, como en el colombiano, se establecen estándares para asegurar que las operaciones celebradas (y que en consecuencia contribuyen a la formación del precio) sean efectivamente cumplidas, y para impedir que se puedan cumplir operaciones que no han sido negociadas a través de sistemas o reportadas debidamente.

Por los fines anteriores, se impide a los depósitos realizar un cambio en la titularidad de un valor (cuando operan mediante la figura de anotación en cuenta), que no corresponda a una operación remitida por un administrador de SN o de SR.

D) *Custodia*

La emisión de un valor hace necesario que exista un criterio claro para determinar quién es su titular en cualquier momento. A continuación explicamos los criterios utilizados para el efecto:

a) *Valores físicos.* En este caso el propietario de los valores es quien se encuentre en tenencia de los mismos con ánimo de señor y dueño,

[112] Decreto único, art. 2.15.3.2.2.

por lo cual aplican los principios y normas que regulan la propiedad sobre cosas muebles[113].

b) *Esquemas de desmaterialización.* En razón a los riesgos propios que implica el tráfico físico de los valores, hoy en día es común que existan esquemas de desmaterialización de valores. En términos generales, a través de este esquema una entidad conocida como Depósito de Valores, asume la función de custodiar físicamente los valores. Para determinar quién es el titular de los valores en un momento dado, existen dos posibilidades:

a') *Anotación en cuenta a cargo de la entidad financiera que actúa por cuenta de terceros (innominado).* En esta modalidad, el depósito conserva el registro de los valores que son de propiedad de una entidad financiera o de sus clientes, por lo cual aquel no tiene conocimiento sobre quién es el propietario de cada valor. En consecuencia, es la entidad financiera quien tiene la carga de tener un registro, en el cual se discrimina quienes son los clientes titulares de los valores en un momento dado.

Este esquema puede representar algunas ventajas desde el punto de vista de la eficiencia operativa. No obstante, genera el riesgo de que en la práctica no exista una adecuada separación de activos, y puede exacerbar la posibilidad de uso indebido o apropiación de los valores o recursos de los clientes.

b') *Anotación en cuenta del beneficiario real (nominado).* Esta modalidad se caracteriza porque es el depósito de valores quien tiene el registro directo, a través de una figura conocida como anotación en cuenta, de la propiedad final de cada uno de los valores que se encuentran depositados.

Este modelo es el que actualmente se encuentra implementado en Colombia, y ofrece la ventaja de asegurar la trazabilidad de los movimientos en la titularidad de los valores, con lo cual se desincentivan conductas de uso indebido de recursos de los clientes.

Igualmente, la utilización de este esquema facilita la supervisión general del mercado, dado que es posible para las autoridades conocer a partir de la información disponible en el depósito, quienes son los propietarios de los valores, así como reconstruir las posiciones de estos en un momento determinado.

[113] C. C., art. 762 y ss.

7. Actividades relacionadas: la asesoría[114]

El término asesoría se usa de manera indiscriminada para referirse a situaciones relacionadas pero que pueden corresponder a realidades diferentes.

Para los efectos de esta sección, nos referimos a *asesoría* como la actividad de suministro de información, acompañamiento y presentación de opiniones, teniendo en cuenta el perfil de riesgo del cliente, con el fin de que el cliente cuente con elementos que le servirán para adoptar una decisión de inversión.

Desde el punto de vista de arquitectura del mercado, es posible que la actividad de asesoría (i) se regule como actividad asociada a una actividad principal, (iii) se regule como actividad independiente, o (iii) que no se regule de manera expresa. Si se trata de una actividad relacionada a una principal, puede estar asociada por ejemplo a la realización de operaciones bajo el contrato de comisión. En el tomo III de esta obra se hace referencia con mayor detalle a la actividad de asesoría.

En algunas jurisdicciones han considerado la existencia de un tipo de actividad regulada, que puede ser adelantada por entidades financieras de propósito especial (para la prestación de asesoría especialmente) o con un portafolio de actividades autorizadas (p. ej., casas de bolsa).

Por otra parte, también es viable que el concepto de asesoría como actividad regulada se refiera a otro tipo bien diferente de actividad financiera, como es el caso de las actividades que forman parte de lo que se conoce como *banca* de *inversión*. En este caso, hacemos referencia a servicios como la valoración de empresas, la elaboración de estudios financieros para operaciones de reestructuración empresarial, y la consultoría en ingeniería financiera, entre otras. Este tipo de actividades puede estar sujeta a regulación, y en todo caso su alcance es bien diferente a la actividad de asesoría a clientes, como ha sido referida al comienzo de esta sección.

BIBLIOGRAFÍA

A) *Doctrina*

Aldana, Carlos; Aristizabal, Felipe y Echavarría, Claudia: "Instrumentos regulatorios para fomentar la profundización del mercado de

[114] En el capítulo II, del tomo III de esta obra hay dos secciones (X y XI) dedicadas al estudio de las diversas modalidades de asesoría en el mercado de valores.

deuda en Colombia", en *Análisis Revista del Mercado de Valores*, núm. 1, diciembre de 2010, disponible en *http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/revistaanalisised1.pdf* [consulta: 3 de marzo de 2016].

Autorregulador del Mercado de Valores. *Libre Concurrencia e Interferencia de Participantes en el Mercado* [en línea], disponible en *http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20120518162846.pdf* [consulta: 3 de marzo de 2016].

Documento AMV DI-*01 Estudio sobre la normatividad de operaciones preacordadas y propuesta de acción inmediata* [en línea], disponible en *http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20110721173932.pdf* [consulta: 3 de abril de 2016].

MELSA ARARAT, MARIA HELENA; ALEXANDRU B., PETRA; YURTOGLU, BURCIN: *Novo Mercado and Its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform* [en línea], Global Corporate Governance Forum, 2008, disponible en *http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/e1162a8048a7e69ea787e76060ad5911/Novo%2BMercado%2Btext%2Bscreen%2B4-21-08.pdf?MOD=AJPERES* [consulta: 3 de abril de 2016].

REMOLINA LEÓN, NYDIA y ALBA MOLINA, ANDREA PATRICIA: "Segundo Mercado: balance y propuestas para su profundización desde la perspectiva de las pequeñas y medianas empresas", en *Análisis Revista del Mercado de Valores*, núm. 1, diciembre de 2010, disponible en *http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/revistaanalisised1.pdf* [consulta: 3 de marzo de 2016].

SPENCE, MICHAEL: "Market Signaling, Information Transfer in Hiring and Related Processes", en *Industrial and Labor Relations Review*, Harvard University Press, 1974.

B) *Normativa*

Código Civil. Colombia.

Decreto 2555 de 2010. Colombia.

Ley 1328 de 2009. Colombia.

Resolución 3966 del 29 de diciembre de 2011. Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Colombia.

Sección VII. Registros públicos del mercado de valores

Carlos Aldana Gantiva*

Como ya se expuso, el principio de información es esencial para el correcto funcionamiento de cualquier mercado de valores, ya que sin este se vería afectada la toma de decisiones informadas y, consecuentemente, la correcta formación de precios. La información es siempre un objetivo de la regulación de los mercados de valores, ya que resulta indispensable para proteger los derechos de los inversionistas y con ello garantizar el buen funcionamiento, equidad, integridad y confianza del público en los mercados de valores[115].

Así las cosas, en la arquitectura de los mercados públicos de valores, la existencia de registros públicos constituye un rasgo esencial para que cada uno de los partícipes del mercado —y cualquier tercero que tenga interés en conocerlo— tenga acceso a cierta información esencial en relación con los valores, sus emisores, los agentes del mercado sujetos de supervisión y cada una de las personas naturales profesionales que allí concurren.

Sin el ánimo de hacer un recuento exhaustivo sobre los distintos sistemas de registro o el alcance de la información que allí se deposita, y dado el carácter introductorio de esta sección, revisaremos los principios de tales sistemas y algunas particularidades de las regulaciones aplicables en Colombia y en otros países.

1. Principios generales de los registros públicos

En las distintas regulaciones de valores, de manera común se pueden identificar los siguientes principios aplicables a los registros públicos y a la información que por su conducto se da a conocer al mercado:

* Carlos Andrés Aldana Gantiva es abogado de la Universidad de los Andes. Es Máster en Derecho (LL.MM.) de Georgetown University. Se ha desempeñado como profesor en el pregrado y en los posgrados de la Facultad de Derecho de la Universidad de los Andes. Actualmente es director jurídico de Valores Bancolombia.

[115] Recordemos que el Objetivo 2 de IOSCO es "asegurar que los mercados sean equitativos, eficientes y transparentes". Ver la sección I de este capítulo. En el caso colombiano, véase la Ley 964 de 2005, art. 1°, lit. a, num. 4.

A) *Gratuidad y libre acceso*

Los registros públicos deben permitir que cualquier persona —sin necesidad de pago, afiliación previa o membresía a la entidad administradora del sistema de registro, a un intermediario del mercado o al emisor—, pueda acceder a la información, de manera física o digital[116].

B) *Veracidad*

La información depositada por emisores y agentes del mercado debe ser veraz. Por ello, los principios internacionales de IOSCO[117] son claros respecto del deber de los emisores de reportar de manera completa, exacta[118] y oportuna sus resultados financieros, análisis sobre riesgos y cualquier otra información que resulte útil para las decisiones de los inversionistas (principio 16). Respecto de los supervisores, si bien estos deben contribuir mediante la adecuada asignación de recursos físicos y técnicos para administrar los registros públicos (principio 3), en ningún caso el alcance de sus funciones se extiende hasta emitir una certificación de la veracidad o exactitud de la información revelada al público. Por lo anterior, no habrá responsabilidad del supervisor, el organismo de autorregulación o el sistema de negociación por cualquier información que resulte inexacta o que se omita.

C) *Materialidad*

Como se menciona en el principio 16 de IOSCO citado, de manera complementaria a la veracidad, es fundamental que la información

[116] En algunos países se pueden generar cargos por el envío físico de la información. No obstante, el cobro no es propiamente por el acceso a la documentación, sino por el valor de impresión, copias y servicio postal.

[117] International Organization of Securities Commissions, *Objectives and Principles of Securities Regulation Junio de 2010* [en línea], disponible en *https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf* [consulta 31 de marzo de 2016].

[118] Sobre la exactitud de la información, se debe anotar que dentro de los documentos de oferta de valores, que reposan evidentemente en los registros públicos, se presentan también las expectativas y proyectos futuros del emisor, que ciertamente no revisten carácter de exactitud. Por ese motivo, en Estados Unidos este tipo de información fue originalmente prohibida en los prospectos y registros públicos. No obstante, lentamente se fue migrando hacia una visión contraria: las perspectivas de la administración del emisor pueden ser útiles para entender la presentación financiera incluida en los prospectos (sección de "Management Discussion and Analysis of Financial Condition and Operations" o "MD & A"). Véase John Coffee Jr. *et al.*, *Securities Regulation*, Nueva York, Foundation Press, 2007, pág. 202.

que se revele al mercado sea toda que resulte útil (material) para el inversionista en su proceso de tomar una decisión de inversión (comprar, vender o conservar). Si bien la definición de "materialidad" no es unívoca en las legislaciones, se suele referir a aquella información sobre la que existe una probabilidad sustancial de que un inversionista razonable[119] le dé importancia para determinar si compra, mantiene o vende un valor[120].

D) *Oportunidad*

En cuanto a la revelación IOSCO puntualiza que una de sus características es que sea oportuna. De tal suerte que en cada régimen legal los emisores y agentes cuentan con plazos exactos para transmitir su información, tal como sucede en el caso de los estados financieros, mientras que otros sucesos eventuales u ocasionales deben ser puestos en conocimiento de manera inmediata. En últimas, siempre se buscará garantizar que los inversionistas conozcan con tiempo todo aquello que les resulte relevante.

E) *Seguridad e integridad*

Una vez alimentado el registro público, los administradores del respectivo sistema deben garantizar que la información no sea manipulada, alterada o suprimida de cualquier manera, de modo que su integridad y preservación se encuentre garantizada. Así mismo, se debe permitir la identificación y reconstrucción de la forma en que dicha información ha sido suministrada (trazabilidad).

F) *Cumplimiento de estándares mínimos*

En particular, respecto de los agentes y profesionales del mercado de valores, el registro público da fe del cumplimiento de los estándares mínimos que se requieren para que puedan participar como profesionales del mercado, tal como lo mandan los principios de IOSCO (principio

[119] En términos de la legislación colombiana, debe entenderse un "experto prudente y diligente".

[120] Véase a modo de ejemplo la regulación de Estados Unidos, *Securities Act of 1933*, Regla 405 [Definiciones]: "*Material*. The term material, when used to qualify a requirement for the furnishing of information as to any subject, limits the information required to those matters to which there is a substantial likelihood that a reasonable investor would attach importance in determining whether to purchase the security registered".

29). Es una herramienta que provee confianza a los mercados de valores.

2. COLOMBIA

En Colombia, los registros públicos están comprendidos dentro del Sistema Integral de Información del Mercado de Valores (SIMEV)[121]. Dicho sistema adopta los principios internacionales ya mencionados, en la medida en que su información es pública, veraz y es administrada con medidas técnicas que garantizan su seguridad[122]. En cuanto a las normas que regulan su organización y funcionamiento, las dicta el gobierno nacional de conformidad con las facultades de intervención otorgadas mediante la Ley 964 de 2005[123]. Su administración compete a la Superintendencia Financiera de Colombia ("SFC")[124] y se compone de tres registros públicos[125]:

A) *Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE)*

Como ocurre en regulaciones foráneas, la inscripción en el registro de valores es condición para adelantar lícitamente una oferta pública. Además de esta característica, el RNVE se distingue por lo siguiente[126]:

• La inscripción en el RNVE se exige para adelantar una oferta pública y también para efectos de que los valores se transen en un sistema de negociación o en una bolsa de valores.

• No habrá responsabilidad de la Superintendencia Financiera por el hecho del registro. Por tal razón, en ese sentido se exige una mención

[121] Ley 964 de 2005, art. 7° y decr. 2555 de 2010, art. 5.1.1.1.1. El SIMEV es el conjunto de recursos humanos, técnicos y de gestión que utilizará la SFC para permitir y facilitar el suministro de información al mercado.

[122] Decr. 2555 de 2010, art. 5.1.1.1.3.

[123] Ley 964 de 2005, art. 4°, lit. f.

[124] Era administrado y actualizado por la Superintendencia de Valores (res. 400 de 1995, art. 1.1.3.1.) y antes por la Comisión Nacional de Valores (Ley 32 de 1979, art. 9°, num. 1).

[125] El registro público colombiano comprendía el Registro Nacional de Valores y el Registro Nacional de Intermediarios, conjuntamente, RNVI.

[126] Respecto de los tipos de emisores que pueden ser inscritos en el RNVE, los distintos casos de inscripción y de cancelación del registro en el RNVE, el alcance de la información que deben presentar los emisores y los demás deberes a los que se obligan por el hecho de estar inscritos, ver el capítulo III de la Parte II de esta obra (Emisores de valores).

expresa en los documentos que divulgan los emisores para ofrecer sus valores (*disclaimer*), de tal modo que el inversionista pueda establecer que no existen valoraciones oficiales sobre la veracidad de la información, los precios o las bondades de los títulos, o de su emisor.

• El proceso de solicitud de inscripción en el RNVE se adelanta para cada emisión ante la Superintendencia Financiera y suele culminar con un acto administrativo mediante el cual se autoriza la oferta pública y se ordena la inscripción en el registro. No obstante, dependiendo del tipo de ofrecimiento de valores o del emisor, los requisitos y trámites varían. A modo de ejemplo, existe inscripción automática para la deuda pública, los títulos de contenido crediticio emitidos por establecimientos de crédito, los valores que emitan los fondos de inversión cerrados y escalonados, los derivados financieros estandarizados, y los valores emitidos por emisores de valores que hayan sido catalogados como emisores conocidos y recurrentes por la Superintendencia Financiera, entre otros[127]. En otros casos, como en el ofrecimiento de valores dirigidos exclusivamente al mercado balcón o segundo mercado (en donde solo podrán concurrir inversionistas profesionales), no se requiere autorización para la oferta pública y los títulos se entienden inscritos en el RNVE en la medida en que se envíe cierta documentación a la Superintendencia Financiera y siempre y cuando no existan comentarios del supervisor.

• Cuando se suspende preventivamente la inscripción (v. gr., por temor fundado de daño a los inversionistas o al mercado) no podrá realizarse oferta pública ni se podrán negociar los títulos en el respectivo sistema de negociación mientras no se subsanen las causas que dieron lugar a la suspensión.

Cada emisor debe pagar derechos de inscripción y cuotas, los cuales son fijados por la SFC y permiten cubrir gastos de funcionamiento e inversión de la Superintendencia[128]. Los derechos de inscripción de valores en el RNVE tienen una tarifa del 0.08 por mil del patrimonio del respectivo emisor, según los estados financieros del trimestre

[127] Véase decr. 2555 de 2010, art. 5.2.2.1.1 y ss. Por citar un par de casos, respecto de los títulos de deuda pública emitidos, avalados o garantizados por la Nación o por el Banco de la República, el envío de información con destino al RNVE se realiza dentro del mes siguiente a la realización de la oferta pública y si se trata de los títulos de contenido crediticio emitidos por establecimientos de crédito, la información se transmite de manera previa a la oferta pública.

[128] Véase decr. 4327 de 2005, art. 5°, lit. b.

inmediatamente anterior[129]. A la fecha, si se trata de oferta pública, los derechos para su realización ascienden al 0.35 por mil sobre el monto total de la emisión. A su turno, la cuota anual corresponde al 0.10 por mil, sobre el patrimonio reportado en los estados financieros con corte al 31 de diciembre anterior[130]. En uno u otro caso, el valor mínimo de la tarifa será de 6 salarios mínimos mensuales legales vigentes y el máximo de 300.

B) *Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores (RNAMV)*

El RNAMV, cuya finalidad primigenia es la inscripción de los intermediarios de valores vigilados por la Superintendencia Financiera, en la actualidad no está limitado exclusivamente a quienes realizan actividades de intermediación, sino que incluye otro tipo de entidades que desarrollan distintas actividades del mercado de valores. Incluso, el registro cumple funciones en relación con entidades propias de mercados distintos al de valores[131].

Adicionalmente, también estarán inscritas en el registro las entidades públicas que sin ser vigiladas por la Superintendencia Financiera, pueden, por vía de autorización legal, realizar operaciones sobre valores directamente en los sistemas de negociación de valores.

La regulación local ordena que estén inscritos en el RNAMV, entre otros: (i) las entidades vigiladas por la Superintendencia de Valores (hoy Superintendencia Financiera) señaladas en el numeral 1 párrafo 3 del artículo 75 de la Ley 964[132]; (ii) las personas que realizan intermedia-

[129] SFC, res. 1245 de 2006, art. 2°. En ocasiones habrá descuentos o tarifas preferentes, por ejemplo si al menos el 20% de la propiedad accionaria es de propiedad de beneficiarios distintos del controlante, tendrán un descuento del 25%, o si se trata de valores inscritos en el segundo mercado, la tarifa baja al 0.04 por mil.

[130] SFC, res. 1425 de 2006, art. 11. Para el segundo mercado, la tarifa será de 0.05 por mil.

[131] Por citar un ejemplo, también están inscritas las entidades que administran sistemas de negociación y registro en divisas, y compensación y liquidación en divisas.

[132] Esa norma lista las entidades sujetas a inspección y vigilancia de la Superintendencia de Valores (hoy SFC), a saber: (1) las bolsas de valores, (2) las bolsas de bienes y productos agropecuarios y agroindustriales y sus miembros, (3) las bolsas de futuros y opciones y sus miembros, (4) las sociedades que realicen la compensación y liquidación de valores, contratos de futuros, opciones y otros; (5) las sociedades comisionistas de bolsa, (6) los comisionistas independientes de valores, (7) las sociedades administradoras de fondos de inversión, (8) las sociedades administradoras de depósitos centralizados

ción en el mercado de valores; (iii) los fondos mutuos de inversión vigilados por la Superintendencia Financiera; (iv) las entidades que suministran información al mercado; (v) los organismos de autorregulación, y (vi) las entidades que administran sistemas de registro de operaciones sobre valores[133].

Se mencionan a continuación algunas características del RNAMV:

• Si quien se inscribe en el RNAMV es una entidad vigilada por la Superintendencia Financiera, la inscripción se adelanta simultáneamente al trámite de constitución de la entidad vigilada por la Superintendencia. Existen requisitos especiales para los proveedores de infraestructura[134], las sociedades calificadoras de valores[135], los fondos mutuos de inversión, los organismos de autorregulación, los sistemas de registro de operaciones y para quienes desarrollan la actividad de suministro de información al mercado[136].

• Si la entidad realiza actividades de intermediación del mercado de valores, su inscripción requiere información detallada de los organismos de autorregulación y bolsas o sistemas de negociación a los que pertenece, quienes son sus empleados o vinculados que realizan las actividades de intermediación, su política de tarifas, cuáles son sus mecanismos para grabar las comunicaciones con sus clientes y sus procedimientos de respaldo de información.

• Si la entidad es un intermediario no sometido a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera (v. gr., entidades públicas con acceso a sistemas de negociación), deben ser miembros

---

de valores, (9) las sociedades calificadoras de valores, (10) las sociedades titularizadoras, (11) los fondos mutuos de inversión con cierto nivel de activos, (12) los fondos de garantía que se constituyan en el mercado público de valores, (13) las sociedades administradoras de sistemas de negociación de valores, (14) las cámaras de riesgo central de contraparte, (15) las entidades que administren sistemas de negociación y registro de divisas y (16) las sociedades administradoras de sistemas de compensación y liquidación de divisas.

[133] Sobre la naturaleza y alcance de las funciones de cada una de estas entidades volveremos en distintos capítulos de la presente obra.

[134] Por ejemplo, se exigen sus reglamentos generales y operativos, su política de cobro de tarifas, nombres y apellidos de su oficial de cumplimiento. Estos mismos requisitos se exigen para los sistemas de registro de operaciones.

[135] Tal como acreditar la infraestructura administrativa y técnica adecuada para desarrollar la actividad de calificación de valores en forma objetiva, profesional e independiente.

[136] Decr. 2555 de 2010, art. 5.3.1.1.2 y ss.

de un organismo de autorregulación y tendrán las obligaciones que de allí se deriven, y las asociadas a la calidad de inscrita en el RNAMV. Para efectos de su inscripción, se podrán someter a un trámite de inscripción general o individual[137].

• Análogamente a lo que sucede en el RNVE, si se suspendiera preventivamente la inscripción en el RNAMV, se generan los siguientes efectos: (i) el agente no podrá actuar respecto de las actividades a que se refiera la suspensión, sin perjuicio de la ejecución de contratos celebrados con anterioridad, y (ii) se le suspenderá su inscripción en el organismo de autorregulación y los sistemas de negociación si la sanción previene la realización de actividades de intermediación[138].

Ahora bien, en cuanto a la información que debe ser consignada en el registro, se destaca la publicación de los estatutos, los estados financieros (a nivel de cuenta), el proyecto de distribución de utilidades, las actividades autorizadas, sus sucursales, agencias u oficinas, los reglamentos generales y operativos, las sanciones (si las hubiere tenido) y el nombre de la entidad inscrita y la certificación de las personas naturales a su servicio inscritas en el RNPMV.

La inscripción en el RNAMV podrá ser cancelada de manera oficiosa por la Superintendencia Financiera si no se satisfacen los requisitos, o voluntariamente, para lo cual se debe enviar una solicitud en ese sentido y explicar el motivo de la cancelación.

Finalmente, en cuanto a derechos de inscripción y tarifas, la normativa actual exige el pago de 6 salarios mínimos mensuales legales vigentes por la inscripción y una tarifa anual del 0.0015 por mil teniendo como base el monto total de operaciones (compra) registradas a 31 de diciembre del año anterior (sin ser inferior a 10 SMMLV ni superior a 100 SMMLV)[139]. Y según sea el tipo de entidad (comisionistas, SAI, bolsas, etc.), se aplicarán tarifas adicionales de acuerdo a su patrimonio.

C) *Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores (RNPMV)*

El RNPMV es utilizado por la Superintendencia Financiera con doble propósito: (i) elevar y controlar los estándares de los profesionales

[137] Decr. 2555 de 2010, art. 5.3.2.3.2.

[138] Así lo prevé la Ley 964 de 2005 en su art. 6°, lit. c, cuando hubiere temor fundado de que se pueda causar daño a los inversionistas o al mercado de valores.

[139] SFC, res. 1425 de 2006, arts. 8° y 13.

(idoneidad), y (ii) facilitar y agilizar el suministro de información sobre ellos (transparencia). Es un registro exclusivo de personas naturales.

Deben inscribirse en el RNPMV quienes (i) están al servicio de un intermediario y se encargan de estructurar, dirigir o ejecutar directamente operaciones de intermediación; (ii) administran o gestionen carteras colectivas (hoy denominados fondos de inversión colectiva) administradas por sociedades fiduciarias, o fondos mutuos de inversión vigilados por la SFC, o (iii) promuevan o promocionen la realización de operaciones de intermediación[140].

La inscripción en la Superintendencia Financiera debe estar precedida por una certificación, que es precisamente una de las cuatro funciones del autorregulador en Colombia (AMV)[141]. El proceso de certificación permite (i) acreditar la verificación de antecedentes personales, y (ii) acreditar la capacidad técnica y profesional. Para efectos de lo segundo, el AMV administra los exámenes de idoneidad.

Los exámenes consisten en uno básico y en uno o más especializados, diseñados de acuerdo con las modalidades de directivo, operador, asesor comercial y digitador. Respecto del componente básico, se evalúa a los aspirantes en el marco regulatorio del mercado de valores y de la autorregulación, análisis económico y financiero, administración y control de riesgos financieros, matemáticas financieras y contabilidad, entre otros temas. En el especializado, según el perfil de la persona y sus competencias, se evalúan áreas específicas sobre negociación de instrumentos de renta fija, variable, derivados, administración de fondos, etc.[142].

Una vez el profesional ha tramitado satisfactoriamente el proceso de certificación, adelantará su inscripción en el registro, que se entenderá autorizada de manera general si además de acreditar la certificación, adjunta a la Superintendencia Financiera la información requerida. Lo anterior, siempre y cuando no se encuentre sujeto al régimen de inscripción individual (p. ej., si fuere necesario verificar la buena reputación moral y profesional).

El RNPMV contiene fundamentalmente los datos de identificación del profesional, su nivel de escolaridad y títulos académicos, su

[140] Decr. 2555 de 2010, art. 5.4.1.1.2. Dando alcance a la norma en cita, la SFC detalla las actividades que requerirán inscripción de las personas que las realizan. Véase circ. ext. 60 de 2007, num. 6.

[141] Decr. 2555 de 2010, art. 5.4.2.1.1. Véase el Capítulo Único de la Parte VII de esta obra dedicado a la autorregulación en el mercado de valores.

[142] Véase SFC, cird. ext. 60 de 2007 y reglamento de AMV, Libro 4.

antigüedad y experiencia en el mercado, el nombre de la entidad a la que está vinculado, sus funciones, los tipos de certificación con las que cuenta y las sanciones en firme de las que ha sido objeto. Cabe decir que una vez inscrita, la persona permanecerá allí en la medida en que mantenga su certificación vigente y permanezca vinculado a la persona para la que presta sus servicios.

La certificación de AMV tiene validez de tres años —o de cuatro si se trata de directivos—, contados a partir de la fecha de aprobación del examen[143]. Antes del vencimiento del término y con el objeto de mantener su inscripción, el profesional debe adelantar el respectivo proceso de renovación.

3. Estados Unidos

La regulación de valores de Estados Unidos en el ámbito federal, tiene sus orígenes en los años siguientes a la Gran Depresión, en dos normas, aún vigentes: *Securities Act* de 1933 y *Securities Exchange Act* de 1934.

De manera muy general podemos decir que la primera de ellas (*Securities Act*) esencialmente tiene como propósito prohibir la oferta o venta de valores —con ciertas excepciones— a menos que hubieren sido registrados previamente con la Comisión de Valores (SEC, por sus siglas en inglés). De tal modo, el *Securities Act* explica al detalle la información que será registrada con el propósito de adelantar el ofrecimiento de valores (*registration statement*). Si bien en el Anexo A (*Schedule A*) del *Securities Act* existe una lista con la información que debe ser revelada[144], el concepto crítico es la materialidad, según ya se mencionó (Regla 405).

Por otro lado, la segunda norma (*Exchange Act*) tiene alcance más amplio, obligando a los emisores a reportar a la SEC información corporativa periódica (v. gr., reporte 8-K[145]), reportes de información financiera con corte anual (reporte 10-K) y trimestral (reporte 10-Q), cierta documentación para solicitar el voto de los accionistas en la asamblea

[143] Este término puede ser extendido a tres o cuatro años, en las condiciones indicadas por el decreto 2555 de 2010, art. 5.4.3.1.3, pars. 1 y 2.

[144] Estados Unidos, *Securities Act* de 1933. Schedule A. *http://taft.law.uc.edu/CCL/33Act/scheda.html*

[145] A través del reporte 8-K se anuncian al mercado situaciones corporativas específicas, atendiendo al criterio de materialidad.

(*proxy statement*), entre otra información de diversa índole. Además, conforme a la Sección 15 del *Exchange Act*, todos los corredores y comisionistas (*broker-dealers*) deben registrarse ante la SEC.

A) *Registro de valores y emisores. Sistema EDGAR*

Después de décadas de contar con un estándar de revelación de información dual para los emisores, que debían suministrar información conforme a ambas normas con distintos criterios, la SEC optó por integrar tales sistemas. Actualmente existe en Estados Unidos un sistema de revelación de información integrado (*SEC´s Integrated Disclosure System*) que permite adelantar los reportes de información y de casos relevantes mediante un único sistema[146]. El primer paso hacia dicha integración se dio con la expedición de la Regulación S-K, que unificó las instrucciones para radicar información conforme al *Securities Act* y al *Exchange Act*. Posteriormente se desarrolló la noción de "paquete básico de información", para que lo revelado al mercado bajo las distintas normas incluya contenidos mínimos uniformes: los estados financieros auditados de los dos últimos años, cierta información financiera de los últimos cinco años mostrando tendencias (en ventas, ingresos, pasivos, dividendos, etc.) e información sobre el precio de la acción y las expectativas de la administración (MD & A). Por ello, el reporte anual a los accionistas que acompaña el *proxy statement*, el reporte 10-K y el *registration statement* contienen el paquete básico de información.

En la actualidad, el registro de valores y emisores de Estados Unidos, administrado por la SEC, es transmitido electrónicamente al público a través del Sistema Electrónico para el Almacenamiento, Análisis y Recuperación de Datos (EDGAR, por sus siglas en inglés)[147]. A través de EDGAR cada uno de los reportes de los emisores puede ser consultado casi inmediatamente después de su recepción por parte de la SEC (aproximadamente media hora[148]).

El registro de información en EDGAR tiene un costo para los emisores de USD$ 114,60 por cada millón de dólares (si se quiere, se debe multiplicar el valor de la emisión por 0.00011460).

[146] John Coffee, *et al., Securities Regulation*, New York, Foundation Press, 2007, pág. 136.

[147]Puede consultarse EDGAR en la siguiente dirección electrónica: *http://www.sec.gov/edgar.shtml*

[148] John Coffee, *et al., Securities Regulation*, pág. 142.

B) *Registro de intermediarios*

Como se expresó, los *broker-dealers* quedaron estrictamente regulados y con obligaciones de registro bajo el *Exchange Act*. Por su parte, quienes únicamente ofrecen servicios de asesoría tienen obligaciones similares conforme a una tercera norma (el *Investment Adviser Act* de 1940).

El registro de los *broker-dealers* se adelanta con la radicación de la forma BD, mediante el Depósito Central de Registro (CRD, por sus siglas en inglés), operado por la autoridad de autorregulación del mercado de valores de Estados Unidos (Financial Industry Regulatory Authority, "FINRA"). Por lo tanto, el registro en Estados Unidos no es administrado directamente por la SEC, sino por FINRA, que regula aproximadamente 4.500 intermediarios y 635.405 personas naturales[149]. Respecto de los agentes del mercado y los profesionales, su información se registra en el sistema "FINRAs BrokerCheck Program". En cuanto a los agentes, se encuentra información sobre su identificación y dirección, estatus legal, tipos de negocio, propiedad accionaria, nombres de empleados y directivos, cargos penales y disciplinarios iniciados por los supervisores, si los hubiere, procedimientos de quiebra[150], y como en Colombia, su información financiera anual debidamente auditada[151].

En relación con los profesionales, el sistema BrokerCheck provee información sobre su empleador actual, historia laboral de los últimos diez años, otros negocios fuera de su empleo con el intermediario, licencias, registros y exámenes aprobados, cargos penales, disciplinarios o investigaciones, si las hubiere, entre otros. El registro de los profesionales tiene vencimiento anual. Tanto el primer registro como su renovación, tienen tarifas distintas que deben ser pagadas a FINRA[152].

Finalmente, en cuanto a las entidades y personas naturales dedicadas a los servicios de asesoría, que no son considerados *broker-dealers*,

[149] Véase más información sobre FINRA en *http://www.finra.org/AboutFINRA/*

[150] Véase United States of America Securities and Exchange Commission, *Fast answers* [en línea], disponible en *http://www.sec.gov/answers/crd.htm* [consulta: 3de abril de 2016].

[151] Financial Industry Regulatory Authority, *Annual Audit* [en línea], disponible en *http://www.finra.org/Industry/Compliance/RegulatoryFilings/AnnualAudit/index.htm* [consulta: 3 de abril de 2016].

[152] Financial Industry Regulatory Authority, *Annual Renewal* [en línea], disponible en *http://www.finra.org/Industry/Compliance/Registration/CRD/RenewalProgram/* [consulta: 3 de abril de 2016].

estos se registran ante la SEC con el formato ADV, en la medida en que el asesor administre activos por un monto superior a USD$ 25 millones. De lo contrario, su registro se debe realizar ante los supervisores estatales.

4. España

El mercado de valores español está regulado por la Ley 24 de 1988, que prevé distintos registros públicos oficiales administrados por el supervisor (para el caso, la Comisión Nacional del Mercado de Valores "CNMV")[153]. Así las cosas, existen registros clasificados en tres grandes temas: (i) valores y sociedades emisoras de valores; (ii) mercados de valores e intermediarios, e (iii) instituciones de inversión colectiva.

A) *Registro de valores y sociedades emisoras de valores*

Para toda emisión de valores ofrecidos al público, se incorpora a los registros oficiales de la CNMV la siguiente información: (i) comunicación previa e inscripción de la operación; (ii) documentos acreditativos; (iii) cuentas anuales auditadas, y (iv) folleto informativo (prospecto que contiene información relativa a la emisión e información sobre las actividades económico-financieras de la sociedad emisora, etc.). Estos mismos requisitos deben cumplirse si se quiere inscribir valores en el mercado secundario.

En este registro también reposará el folleto explicativo de las ofertas públicas de adquisición (OPA); los hechos relevantes en torno a los valores cotizados y a las sociedades que los emiten; las participaciones significativas en el capital de las emisoras; la información económica y financiera, que incluye los informes económicos anuales y trimestrales y las cuentas anuales auditadas, entre otra información[154].

B) *Registro de intermediarios*

Como acontece en otras jurisdicciones, solo los intermediarios registrados en la CNMV o en el Banco de España están autorizados para

[153] Ley 24/1988, art. 92 (modificada por la Ley 6 de 2007). Puede consultarse en *www.boe.es*

[154] Comisión Nacional del Mercado de Valores, *Contenido de los Registros Oficiales de la CNMV* [en línea], disponible en *http://www.cnmv.es/Portal/Quees/Funciones/DescripRegOfi.aspx* [consulta: 3 de marzo de 2016].

ofrecer y realizar servicios de inversión para terceros. Por ello, el registro oficial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de Sociedades y Agencias de Valores contiene la siguiente información para cada una de estas entidades: número de registro, denominación social completa, domicilio social, socios, administradores, declaración de actividades, sucursales y representantes. También incluye sus cuentas anuales auditadas, individuales y consolidadas, y las tarifas y comisiones aplicables a sus clientes[155].

5. OTROS PAÍSES DE LA REGIÓN LATINOAMERICANA

La situación en las legislaciones latinoamericanas respecto de registros públicos atiende los principios internacionales previamente mencionados. A modo de ejemplo, veamos:

A) *México*

De conformidad con la Ley del Mercado de Valores[156], la inscripción en el Registro Nacional de Valores (conocido simplemente como "Registro", según la definición de la misma ley) es prerrequisito para que los valores sean objeto de oferta pública[157]. También se inscriben en él los valores objeto de intermediación. El Registro es administrado por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV).

El Registro contiene información sobre los valores inscritos mediante el trámite ordinario, valores inscritos de forma preventiva (que permite adelantar la oferta en un plazo determinado), las ofertas públicas en el extranjero emitidas por personas jurídicas mexicanas, directamente o por medio de fideicomisos. A su turno, los folios del Registro constan de tres partes: (i) información general de emisores, (ii) inscripciones de valores y (iii) toma de notas (v. gr., cualquier anotación en el Registro respecto de los actos societarios de la emisora que no dé lugar a una actualización de la inscripción).

[155] Comisión Nacional del Mercado de Valores, *Mercados de valores e intermediarios* [en línea], disponible en *http://www.cnmv.es/Portal/quees/Funciones/Mercados.aspx* [consulta: 3 de marzo de 2016].

[156] *Ley del Mercado de Valores (30-12-05)* [en línea], disponible en *www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LMV.pdf* [consulta: 3 de marzo de 2016].

[157] Ley del Mercado de Valores, art. 7°.

A su turno, la información de los intermediarios del mercado[158] es publicada por la CNBV en un sistema de información denominado "Portafolio de Información". En él es posible acceder a información histórica de los principales indicadores financieros de cada una de las instituciones intermediarias, individual o agregado[159].

En cuanto a los profesionales, denominados "apoderados para realizar operaciones con el público", deben acreditar que cuentan con calidad técnica, honorabilidad e historial crediticio satisfactorio, lo cual es verificado por un organismo autorregulador reconocido por la CNBV. La entidad autorizada para realizar estas funciones es la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles (AMIB)[160]. La vigencia de la certificación de AMIB es de tres años contados a partir de la fecha de aprobación del examen y podrá ser renovada mediante la presentación de exámenes de actualización[161].

B) *Chile*

En Chile, la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), de conformidad con el mandato legal de la Ley del Mercado de Valores (18.045 de 1981, modificada de tiempo en tiempo[162]), es la encargada de llevar el registro de valores.

En el registro de valores se deben inscribir (i) los emisores de valores de oferta pública; (ii) los valores que sean objeto de oferta pública; (iii) las acciones de las sociedades anónimas que tengan 500 o más accionistas o que el 10 por ciento de su capital suscrito pertenezca a un mínimo de 100 accionistas, excluidos los que individualmente o por intermedio

[158] Ley del Mercado de Valores, art. 113. Los intermediarios son las casas de bolsa, instituciones de crédito, sociedades operadoras de sociedades de inversión y administradoras de fondos para el retiro y sociedades distribuidoras de acciones de sociedades de inversión y entidades financieras autorizadas para actuar con el referido carácter de distribuidoras

[159] Comisión Nacional del Mercado de Valores, *Portafolio de información* [en línea], disponible en *http://portafoliodeinformacion.cnbv.gob.mx/Paginas/default.aspx* [consulta: 3 de marzo de 2016].

[160] Comisión Nacional del Mercado de Valores,*http://www.cnbv.gob.mx/bursatil/descripciondelsector/Paginas/CasasdeBolsa.aspx* [consulta: 3 de marzo de 2016].

[161] Comisión Nacional del Mercado de Valores, *http://www.amib.com.mx/0010_f1.asp?estado=0* [consulta: 3 de marzo de 2016].

[162] Comprende su más reciente, es decir, la del 17 de diciembre de 2011. Véase Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, *http://www.svs.gob.cl/sitio/legislacion_normativa/legislacion_valores.php* [consulta: 3 de marzo de 2016].

de otras personas naturales o jurídicas, excedan dicho porcentaje, y (iv) las acciones emitidas por sociedades anónimas que voluntariamente así lo soliciten o que por obligación legal deban registrarlas[163].

A su turno, en el Registro de Corredores de Bolsa y Agentes de Valores, se inscribirán los intermediarios del mercado de valores, que pueden ser corredores de bolsa, si actúan como miembros de una bolsa de valores, y agentes de valores, si operan por fuera de la bolsa[164]. Unos y otros pueden ser personas naturales o jurídicas. Para inscribirse, requieren como mínimo acreditar conocimientos suficientes de la intermediación en valores, poseer una oficina instalada para desarrollar sus funciones, constituir garantías y tener un patrimonio mínimo de 6.000 unidades de fomento (aproximadamente USD$ 250.000).

BIBLIOGRAFÍA

A) *Doctrina*

COFFEE JR., JOHN *et al*.: *Securities Regulation*, Nueva York, Foundation Press, 2007.

B) *Normativa*

Decreto 4327 de 2005. Colombia.

Decreto 2555 de 2010. Colombia.

Ley 964 de 2005. Colombia.

Ley 24/1988. España

Ley del Mercado de Valores. Chile

Ley del Mercado de Valores. México.

Resolución 400 de 1995. Superintendencia de Valores. Colombia.

Resolución 1425 de 2006. Superintendencia Financiera de Colombia.

Securities Act 1933. United States of America.

[163] Chile. Ley del Mercado de Valores, art. 5°.

[164] Chile. Ley del Mercado de Valores, art. 24.

Anexo 1

Evolución y desarrollo normativo del mercado de valores en Colombia

Germán Darío Abella Abondano*

1. Introducción

El Grupo Base para la organización y edición de esta obra consideró imprescindible preparar una reseña histórica de las principales normas del mercado de valores en Colombia, de manera que el lector conozca su evolución y desarrollo.

Para empezar, hay que decir que Colombia ha sido un país de tradición bancaria, es decir, desde los primeros años de su vida republicana la evolución de la economía se basó prioritariamente en el sector intermediado y la intervención del Estado se enfocó en ese sector más que sobre el sector no intermediado[165]. Así, en Colombia, como en otros países en los cuales el mercado de capitales se desarrolló a partir de los bancos, su importancia era relativa, lo que explica el limitado marco institucional y legal en que se desenvolvió por mucho tiempo el mercado de valores en nuestro país.

* Germán Darío Abella Abondano es abogado egresado de la Facultad de Jurisprudencia del Colegio Mayor de Nuestra Señora del Rosario en 1983. Especializado en Derecho Comercial en la Universidad de Los Andes en 1988. Fue Abogado en el Banco Nacional en Liquidación, Director de Asuntos Legales del Banco Popular, Jefe de la División de Bolsas de Valores e Intermediarios de la Superintendencia de Valores, Miembro Principal de la Cámara Disciplinaria de la Bolsa de Bogotá, Secretario General de Bancafé, Vicepresidente Jurídico y Secretario General de la Bolsa de Bogotá y de la Bolsa de Valores de Colombia. Desde junio de 2006 es consultor legal independiente, miembro de juntas directivas y profesor en la Universidad de los Andes, Externado de Colombia, Pontificia Universidad Javeriana y Colegio Mayor del Rosario.

[165] El mercado de valores es llamado también mercado no intermediado en la medida en que la transferencia de recursos entre demandantes y oferentes (emisores e inversionistas) se hace de manera directa sin la interposición de un intermediario financiero.

Posteriormente y a pesar del esfuerzo de quienes participaron en la regulación de esta materia, buena parte de su contenido correspondió a la incorporación de regulaciones extranjeras, en no pocas veces con dificultades derivadas de la traducción o de su aplicación. Y como consecuencia de la primacía del sistema bancario sobre el mercado de valores durante muchos años, la jurisprudencia colombiana en esta materia no ha ocupado un lugar preponderante.

Hoy, afortunadamente, la normativa ha logrado definir la arquitectura y el perímetro del mercado de valores colombiano[166], y con seguridad su dinámica actual permitirá que muy pronto contemos con fallos judiciales o arbitrales que sirvan de herramienta hermenéutica, en especial, respecto del régimen de deberes de los distintos agentes del mercado.

A continuación se exponen los antecedentes históricos del actual régimen del mercado de valores en Colombia, los cuales hemos agrupado en cuatro grandes períodos, a saber: de 1886 a 1935, de 1936 a 1978, de 1979 a 1990 y de 1991 a 2005.

2. Antecedentes históricos normativos

A) *De 1886 a 1935*

La intervención del Estado en la economía, principalmente en los sectores monetario, financiero y bancario, se gestó a partir de las reformas introducidas en el país en 1886, particularmente con la transición del sistema federal al centralista durante el gobierno de Rafael Núñez. En este período se destacan la centralización fiscal, el proteccionismo y la consecuente abolición del libre cambio, la creación del Banco Nacional, la inspección y vigilancia de los bancos privados por el Estado[167] y el régimen de papel moneda de curso forzoso[168].

Con este contexto podemos iniciar el recuento de la normativa del mercado de valores, que parte del Código de Comercio Terrestre del extinguido Estado de Panamá, sancionado en octubre de 1869 y adoptado como Código Nacional por la Ley 57 de 1887. Para entonces, este

[166] Ver la sección sobre Arquitectura de los mercados de valores, que forma parte del capítulo I de la obra.

[167] Const. Pol. de 1886, art. 120, num. 17, y Ley 57 de 1887, art. 60.

[168] Bernardo Tovar Zambrano, *La intervención económica del Estado en Colombia, 1914-1936*, Bogotá, Biblioteca Banco Popular, págs. 28 a 31.

código de orientación francesa contenía básicamente lo relacionado con la regulación de los valores. Como podremos observar enseguida, al comienzo de este período, más que regular y controlar un mercado de valores, se regulaban y controlaban ciertos negocios comerciales sobre valores. Ciertamente, si bien en 1886 no existía en Colombia una bolsa de valores, el artículo 20, numeral 13, del Código de Comercio Terrestre, calificaba como actos de comercio las operaciones de cambio, corretaje o bolsa. A su vez, el Capítulo II del Título Tercero del Libro Primero del Código de Comercio Terrestre (arts. 92 y ss.), regulaba lo relativo a los corredores y agentes de cambio[169], antecedente de los hoy denominados comisionistas y de los corredores de valores[170]. Concretamente, el artículo 92 definía los corredores y agentes de cambio como aquellos intermediarios "que se ocupan en la compra y venta, por cuenta ajena, de efectos públicos, de metales amonedados, y de efectos de comercio"[171]. Los corredores y agentes de cambio estaban obligados a inscribirse en el registro de comercio que llevaban los juzgados de comercio y estaban sujetos a distintas reglas sobre buenas prácticas en su actividad mercantil, muchas de ellas derivadas del contrato de comisión en general[172], otras de su carácter de corredores[173], y otras de su condición propia de agentes de cambio[174].

[169] Según sentencia de casación de 5 agosto 1936, "[l]a calificación de agente no excluye la de comisionista; una y otra son especies del mandato comercial según el artículo 332". En efecto, de acuerdo con el art. 332 del C. de Co. T., había tres clases de mandato comercial: a) la comisión, b) la preposición y c) la correduría y agencia de cambio.

[170] El art. 96 del citado Código disponía que "los agentes de cambio participan del carácter de corredores y de comisionistas, y tienen, por consiguiente, los derechos y obligaciones de unos y otros, en cuanto no sean incompatibles".

[171] Denominación propia del derecho francés para los títulos-valores.

[172] Arts. 333 a 395 del C. de Co. T. Deberes de custodia y conservación, información, cumplimiento de la ley, separación de activos, y prohibiciones de utilizar para sí los bienes recibidos de su comitente y de representar intereses incompatibles.

[173] Los arts. 70, 71, 72, 73, 76 y 83 del C. de Co. T., consagraban las siguientes reglas para los corredores: a) debían asegurarse de la identidad y capacidad legal de las personas con quienes contrataban, b) debían actuar con exactitud, claridad y precisión absteniéndose de hacer supuestos falsos que pudieran inducir en error a los contratantes, c) debían guardar reserva, d) no podían delegar su oficio, e) debían llevar registro formal, exacto y metódico de todas las operaciones, y f) se les prohibía toda especie de negociación a nombre propio o ajeno, sobre los objetos materia habitual de sus negociaciones.

[174] Los arts. 103, 104 y 105 del C. de Co. T. especificaban las responsabilidades que asumía el agente de cambio que negociaba efectos de comercio o efectos públicos. Era, por tanto, responsable de la autenticidad de la última firma de los efectos de comercio que negociare. También era responsable de la legitimidad de los efectos públicos al

En cuanto a los valores objeto de mediación, los artículos 93 y 94 los identificaban como efectos públicos y efectos de comercio[175], respectivamente, clasificación que dependía de la condición pública o privada del emisor. Bajo la denominación de efectos públicos se comprendían los títulos de crédito contra el Estado o contra la Unión, reconocidos como negociables, los de los establecimientos públicos y empresas particulares autorizados para crearlos y circularlos, y los emitidos por los gobiernos extranjeros, siempre que su negociación no se encontrara prohibida[176]. Por su parte, eran efectos de comercio todas las obligaciones privadas, negociables o trasmisibles por vía de endoso, como las letras de cambio, los pagarés a la orden, las libranzas y los conocimientos a la orden[177]. Sobre la negociación de los efectos de comercio, el Código establecía que esta se llevaba a cabo sin que mediara consentimiento de persona distinta a la del titular del crédito. Así mismo, el inciso 2° del artículo 257 del Código de Comercio Terrestre disponía que los efectos de comercio que eran "transmisibles por la vía del endoso[178] o la tradición manual[179], se sujetaban a las prescripciones que acerca de estas formas de negociación contenía el Código de Comercio en los lugares respectivos", mientras que para los efectos públicos negociables, el inciso 1° del mismo artículo establecía que la cesión de estos documentos "se haría en la forma que determinen las leyes de su creación o los decretos que autoricen su emisión".

Cabe destacar que, por su parte, el artículo 1966 del Código Civil[180] hoy vigente, reconoce expresamente para las letras de cambio, pagarés a la orden, acciones al portador y otras especies de transmisión que se rigen por el Código de Comercio o por leyes especiales, la no aplicación

---

portador, negociados por su mediación, siempre que tuvieran la forma de establecer su identidad. En el caso de objetos públicos nominativos, el agente que los hubiere negociado, respondía si el cedente no era el verdadero dueño de ellos o si la firma no era auténtica, frente al propietario del valor y al comprador de buena fe.

[175] Ver nota 7.

[176] C. de Co. T., art. 93.

[177] C. de Co. T., art. 94.

[178] El art. 781 disponía que el endoso era un escrito sucinto, redactado con arreglo a las formas legales, y puesto al dorso de la letra de cambio y demás documentos a la orden, por el cual el dueño de ellos trasmitía la propiedad a una persona determinada, mediante un valor prometido o entregado.

[179] Circulación al portador.

[180] Código incorporado como norma de la República por la Ley 57 de 1887.

de los requisitos de la cesión de créditos establecidos en el artículo de 1960 del Código Civil.

En cuanto a las bolsas de valores, el Código de Comercio Terrestre no reglamentó tal figura[181], pero reguló uno de sus principales antecedentes: los martillos o vendutas, que era el lugar en donde se llevaban a cabo las ventas de objetos negociables, dentro de los cuales estaban los efectos de comercio. De acuerdo con el artículo 106 de dicho Código, los martillos o vendutas eran los establecimientos mercantiles destinados a la venta en licitación y al mejor postor, de mercaderías y otros objetos negociables. El oficio de martillero o vendutero era libre, pero debía matricularse, como en el caso de los corredores y agentes de cambio. Los martilleros estaban obligados a llevar libros de entradas y salidas de las mercaderías u otros objetos que recibieren, así como un libro de cuentas corrientes entre el martillero y cada uno de sus comitentes (art. 108). El martillero también estaba obligado a publicar con anticipación la información sobre los bienes sujetos de remate y el día y la hora de inicio y conclusión del remate (art. 110). El martillero podía suspender y diferir el remate, vender de contado o al fiado, dejar sin efecto el remate por falta de pago, y repetirlo en caso de duda o diferencia con el adjudicatario (arts. 113, 114 y 115, respectivamente). Así mismo, al martillero se le prohibía la exageración dolosa de las calidades de la cosa que se ofrecía en venta, la colusión dirigida a depreciar el objeto que se pregonaba o a aumentar su estimación y cualquier otro acto que defraudara la confianza del comitente o del público (art. 119). En fin, como se señaló, esta normativa constituye un claro antecedente de la reglamentación de la actividad, funciones y obligaciones de las bolsas en Colombia y, específicamente, de las operaciones de martillo que hoy celebran tales entidades.

Finalmente, no es posible hablar de la reseña normativa del derecho del mercado de valores, sin hacer referencia, al menos tangencialmente, a la historia normativa de la sociedad anónima, que junto con el Estado, son los principales emisores del mercado de valores. Ciertamente, el Código Civil y el Código de Comercio Terrestre regularon la sociedad anónima con las mismas características que hoy están presentes y que han facilitado la utilización de esta figura jurídica en los mercados de valores a lo largo de su historia: la personalidad jurídica independiente de los socios, la limitación de la responsabilidad, el capital dividido en

[181] Como se explicará más adelante, cuando se constituyó la primera bolsa en 1928, no existía una estructura legal que reglamentara las bolsas.

acciones[182], la posibilidad de ofrecer acciones al público, y su posterior negociabilidad secundaria.

El Código Civil conserva la regulación sobre el contrato de sociedad en los artículos 2079 a 2141, y específicamente define la sociedad anónima en el artículo 2087, aunque en la actualidad su aplicación es prácticamente inexistente. Por su parte, el Código de Comercio Terrestre, siguiendo la tendencia codificadora del derecho de sociedades del siglo XIX, reguló ampliamente la sociedad anónima[183] en los artículos 550 a 595. De los artículos 571, 575 y 576, se deducía con claridad que la acción, como documento representativo de la unidad del capital social, era un documento negociable. Incluso este Código daba el mismo tratamiento de documentos negociables a las acciones y cupones de acción emitidos por las sociedades en comandita por acciones, según las voces del artículo 626. En cuanto a la vigilancia de la sociedad anónima, la Ley 27 de 1888, que reformó el Código de Comercio Terrestre, dispuso que el gobierno, por graves motivos de necesidad pública, y previo dictamen del Consejo de Ministros, ejercería la suprema inspección sobre todas las compañías anónimas organizadas y radicadas en el país a las cuales se hubieren otorgado subvenciones o auxilios en dinero, tierras baldías, exenciones de derechos de aduana u otras concesiones. Si bien de acuerdo con el Código de Comercio Terrestre la sociedad anónima podía emitir acciones, nada se dijo sobre la posibilidad de que sus acciones se pudieran negociar en una bolsa de valores, dado que para dicha época, como se dijo, no existían aún este tipo de entidades. Más adelante volveremos sobre la reglamentación de la sociedad anónima con acciones inscritas en bolsa.

Por otra parte, conviene mencionar que hasta el año 1886, en Colombia la banca privada de emisión o banca libre, como se le conocía, estaba facultada para emitir sus propios billetes convertibles por una moneda mercancía, como el oro. Esta banca prácticamente no tenía regulación ni control y tuvo un buen desempeño hasta que el gobierno le restringió la capacidad de emisión y comenzó a emitir billetes para el financiamiento de su recurrente déficit[184].

[182] Las acciones, junto con la deuda pública, han sido la sustancia fundamental para el desarrollo de los mercados de valores.

[183] Instrumento empresarial clave para el desarrollo del capitalismo industrial de finales del siglo XIX y comienzos del XX.

[184] GUSTAVO ADOLFO MEISEL ROCA, "La banca libre 1870-1886", en *Revista Credencial Historia*, núm. 135, Bogotá, marzo de 2001.

En los primeros años del siglo xx, al contrario del caso del mercado bancario, solo hubo manifestaciones aisladas y no sistemáticas de regulación y control del mercado de valores. Entre las normas y acontecimientos de esa época, cabe destacar los siguientes:

a) Ley 50 de 1905 sobre movilización de la propiedad inmueble (antecedente de la titularización)[185]

b) Ley 51 de 1918 que, a pesar de ser una ley sobre establecimientos o sociedades de crédito, dispuso las condiciones para la emisión de bonos, documentos u otros títulos representativos de obligaciones. El artículo 4º de esta ley dispuso que los establecimientos de crédito podían actuar como intermediarios entre prestamistas y prestatarios en la realización de operaciones de crédito que hubieren de llevarse a cabo por medio de la emisión de bonos, documentos u obligaciones representativos de cuotas partes del capital prestado, pudiendo para el efecto intervenir en la aceptación de los documentos constitutivos de los contratos respectivos, asumiendo la personería de los acreedores y siendo responsables para con estos de la exactitud de las estipulaciones que en los contratos se pactaren. Por su parte, el artículo 5º señaló que las relaciones jurídicas entre la entidad emisora y los tenedores de los bonos o documentos, se regularían por las disposiciones especiales de la ley y por las pertinentes del Código de Comercio Terrestre y, en su defecto, por las del mutuo contenidas en el Código Civil en cuanto fueren aplicables. Finalmente, el artículo 6° dispuso que la persona o entidad que pretendiera emitir bonos, documentos u otros títulos representativos de obligaciones, debía formular previamente un prospecto que sería firmado por los representantes de la entidad emisora y por los intermediarios. El prospecto debía ser registrado ante el respectivo juzgado del circuito, protocolizado después en una notaría del mismo circuito y publicado en el periódico oficial del departamento, y debía contener la siguiente información sobre el emisor:

• El monto del capital suscrito, el monto del capital que faltare por suscribir y del capital pagado.

• La descripción de la clase de negocios en que se ocupaba o se iba a ocupar.

• Los nombres de los administradores o directores, el período de duración de sus cargos y la forma de elegirlos.

[185] El art. 2° de la Ley 50 de 1905 disponía que movilizar una finca era convertirla en un valor mueble, representándola en billetes o cédulas hipotecarias al portador o a favor de persona determinada, con intereses o sin ellos, pagaderos a presentación o a plazos, y emitidos solamente por un valor igual al de la mitad de la misma finca.

• El nombre de los representantes de los tenedores de bonos.

• El valor total de los bonos que se intentara emitir.

• La tasa de interés, forma de pago, fondo de amortización si lo hubiere y demás condiciones generales del contrato.

• Los derechos de los tenedores de bonos.

• Las deudas que tuvieran reconocidas al tiempo de hacer el prospecto, especificando si tales deudas estaban representadas en bonos y si tenían privilegio o hipoteca que los respaldaran.

• Todos aquellos datos y noticias que quisieran los emisores hacerle conocer al público en relación con el préstamo.

El mismo artículo 6º consagró como excepción que, cuando una entidad oficial fuere emisora, no le serían aplicables al proceso las enunciaciones contenidas en los numerales 1, 2, 3 y 8. Adicionalmente, la norma citada dispuso que si alguno de los datos y noticias que debía contener el prospecto resultare falso, los signatarios serían justiciables como si en juicio hubieren faltado a la verdad del juramento y debían pagar los daños y perjuicios bajo la presunción de dolo.

c) Ley 20 de 1921 sobre almacenes generales de depósito, que reglamentó los documentos que expedían tales entidades: el certificado de depósito y el bono de prenda, y los calificó como negociables por endoso. Esta ley fue reglamentada por los decretos 621 de 1925 y 1821 de 1929.

d) Ley 45 de 1923, de obligatoria mención en la reseña de normas del mercado de valores, mediante la cual se estableció la nueva organización del sistema bancario. Esta ley tuvo origen en la visita de la misión Kemmerer, misión financiera de Estados Unidos que vino durante la presidencia de Pedro Nel Gómez y que promovió la creación del Banco de la República (Ley 25 de 1923). En la Ley 45 de 1923 se autorizaba a los bancos a participar en la negociación de títulos de deuda y bonos (art. 85 nums. 1º y 8º), se reguló los martillos y se creó la Superintendencia Bancaria, entidad que, como se mencionará, vigiló las bolsas de valores y los comisionistas de bolsa y se constituyó en un referente para el posterior ejercicio de las facultades del presidente de la Comisión de Valores y del superintendente de valores.

e) Ley 46 de 1923, sobre instrumentos negociables, que también tuvo origen en la misión Kemmerer. De hecho, esta misión recomendó la adopción de la Ley Uniforme de Instrumentos Negociables de Estados Unidos ("*The Negociable Instruments Law*"), que a pesar de las muchas confusiones que generó por dificultades en su traducción y aplicación, constituyó un avance significativo en materia de negociabilidad de este tipo de documentos y, por tanto, de desarrollo y afianzamiento

de la circulación de la riqueza. Esta ley, en su artículo 1º, estableció que los principales instrumentos negociables eran la letra de cambio, el pagaré, el cheque, los giros, las libranzas, los cupones y cualquier tipo de instrumento que reuniera las condiciones exigidas en dicha ley para ser negociable. A su vez, en el artículo 3º, señaló que los bonos, obligaciones o cupones de deuda emitidos por entidades públicas o privadas, serían negociables de acuerdo con el contrato o con la disposición gubernamental o legislativa en que se hubiese fundado la emisión de ellos, y a falta de tal disposición, de acuerdo con las prescripciones legales pertinentes. Esta última disposición suscitó controversia[186] sobre las condiciones de negociabilidad de los bonos y la aplicación de la ley de instrumentos negociables a dichos documentos[187]. Otro artículo que se debe mencionar de esta ley es el 68, que en cierta forma reconocía la existencia de un mercado de valores al disponer que no aplicaba el ordinal 3º del artículo 67 (regla que obligaba a toda persona que negociaba un instrumento por entrega o endoso a garantizar que todas las partes anteriores tenían capacidad de contratar) a las personas que negociaban seguridades públicas[188] o de corporaciones, distintas de letras de cambio y pagarés.

f) En 1928[189] se creó la Bolsa de Bogotá como un ente privado y bajo la forma de sociedad anónima. En el país no existía norma legal alguna que cobijara este nuevo tipo de entidad. Existía la Superintendencia Bancaria, pero el ámbito de su vigilancia era el de los bancos. Los estatutos sociales, como los reglamentos de la bolsa, constituyen fuentes normativas de carácter privado de importancia en la evolución del mercado de valores, dado que consagran las primeras reglas sobre organización, negociación y autorregulación en este mercado.

g) Ley 28 de 1931, sobre cámaras de comercio. Esta ley, en el artículo 39, estableció la obligación de registrar ante dichas entidades (antes se debía hacer en los juzgados), de todos aquellos documentos que conforme al Código de Comercio Terrestre debían registrar las compañías o sociedades comerciales dentro de los cuales estaban la escritura de constitución de la sociedad anónima y los prospectos de emisión de títulos representativos de deuda a los que hacía referencia la Ley 51 de 1918.

[186] Ver CSJ, Sala de Negocios Generales, auto de 1º junio 1936, "G. J.", t. XLIV, pág. 240, citado en Código de Comercio Terrestre, Bogotá, Edit. Temis, 1953, pág. 408.

[187] Los cupones eran instrumentos negociables según el art. 1º de la Ley 46 de 1923.

[188] Ver art. 257 del C. de Co. T.

[189] Mediante escritura pública 1702 de 23 de noviembre de 1928 otorgada en la Notaría Tercera de Bogotá.

h) Ley 58 de 1931, por la cual se creó la Superintendencia de Sociedades Anónimas y se dictaron algunas normas relativas a la sociedad anónima. De acuerdo con esta ley, a dicha superintendencia le correspondía la vigilancia de todas las sociedades anónimas incluidas aquellas cuyas acciones se negociaban en los mercados públicos de valores o en las bolsas[190]. Según el artículo 17, las sociedades anónimas que quisieran dar a la venta sus acciones debían solicitar autorización a la Superintendencia. Por otra parte, la ley, en el artículo 18, otorgaba la facultad al superintendente de decretar el retiro de los mercados públicos de valores o bolsas, de las acciones de aquellas compañías que violaran las prescripciones legales. De igual manera, según el artículo 21 de la ley, cualquier ciudadano podía denunciar ante el superintendente las irregularidades y violaciones legales en que incurrieran las sociedades anónimas, y solicitar su disolución o retiro de la bolsa cuando probara que habían incurrido en cualquiera de las causales que autorizaban tales sanciones. El artículo 30 dispuso que para que una sociedad fuera anónima de familia, además de formarse en mayoría por miembros de una familia, sus acciones no debían estar destinadas a especulaciones de bolsa[191] y podían estar exentas de la vigilancia de la Superintendencia. Así mismo, en el artículo 45 se disponía que las sociedades anónimas cuyas acciones no se negociaran en los mercados podían quedar exentas del control de la Superintendencia si así lo solicitaba un número de accionistas que representara el 90 por ciento de las acciones en circulación.

B) *De 1936 a 1978*

En Colombia la economía había crecido y se desarrollaba. Paralelamente, crecía la intervención del Estado, no solo por vía de regulación sino por medio de los organismos de control como la Superintendencia Bancaria y la Superintendencia de Sociedades Anónimas.

En lo que concierne al mercado de valores, a partir de 1936 el Estado empieza a intervenir en él, particularmente mediante la expedición de una trascendente reglamentación que explicamos a continuación[192]:

[190] Con excepción de los establecimientos bancarios.

[191] Es decir, no estar inscritas en bolsa ni destinadas a la venta en los mercados públicos de valores.

[192] Recordemos que en esta época no existía reglamentación sobre las bolsas. La Bolsa de Bogotá se había constituido en 1928 y para 1936 ya cumplía un importante papel en la economía del país.

a) Ley 16 de 1936, en su artículo 7º dispuso que las bolsas de valores o de productos y los martillos de valores establecidos o que se establecieren en el país, quedaban sometidos a la vigilancia de la Superintendencia Bancaria, de acuerdo con los reglamentos que dictara el gobierno.

b) Decreto 1273 de 1936, que sentó las bases para la creación y el funcionamiento de las bolsas de valores y los martillos. Dicho decreto reguló, por ejemplo, los siguientes aspectos:

• Límites y requisitos para la creación y constitución de bolsas de valores.

• Valores susceptibles de negociación en las bolsas de valores.

• Funcionamiento de las "ruedas".

• Operaciones a plazo de acciones y bonos en las bolsas.

• Corredores de bolsa[193], número mínimo, condiciones y sus obligaciones[194].

• Martillos de las bolsas de valores[195].

• Libros y registros que debían llevar las bolsas de valores.

• Facultades de la Superintendencia Bancaria sobre las bolsas de valores.

c) Decreto 2952 de 1936, sobre los títulos y certificados de acciones de las sociedades anónimas.

d) Decreto 2962 de 1936, sobre publicación de balances de emisores inscritos en bolsa y sobre remates que efectuaran los martillos de las bolsas de valores.

e) Decreto 2059 de 1937[196], que facultó a la Superintendencia Bancaria para autorizar a los bancos a abrir, como parte de la sección fiduciaria, dependencias para la movilización de la propiedad raíz (antecedente de la titularización).

[193] Si bien era usual el uso de la expresión 'corredores' para identificar a los miembros de las bolsas de valores, su función de intermediación en realidad se basaba en el contrato de comisión y no en el de corretaje. Como se verá más adelante, solo con la expedición del Código de Comercio (1971) se corrigió tal incongruencia y se les denominó comisionistas de bolsa (art. 1304).

[194] Modificó los arts. 65 a 105 del C. de Co. T.

[195] Modificó los arts. 106 a 120 del C. de Co. T.

[196] Este decreto se expidió con fundamento en la facultad que otorgaba la Ley 50 de 1905, sobre movilización de la propiedad inmueble.

f) Decreto 1953 de 1937, sobre facultades del superintendente bancario en operaciones a plazo de monedas y divisas extranjeras y, en general, sobre todos los valores que fueren objeto de negocios en bolsas de valores (aviso de remates y ventas a plazo).

g) Decreto 1888 de 1939, sobre operaciones de los corredores fuera de bolsa y sobre martillos y remates en bolsas.

h) Decreto 2180 de 1940, sobre bolsas de valores y de productos donde se negociaba café.

i) Decretos 1322 y 1590 de 1945[197] relativos a los impuestos al traspaso de acciones inscritas o no en bolsas e información que debían entregar las bolsas de valores a la Jefatura de Rentas e Impuestos Nacionales sobre el precio de venta de las acciones.

j) Regulación dictada por la Superintendencia Bancaria en ejercicio de las facultades de inspección y vigilancia sobre las bolsas de valores, que debía desempeñar en la forma y términos prescritos por la Ley 45 de 1923[198]. Dentro de estas normas se destacan las resoluciones 589 y 600 de 1943, 601 de 1944 y 776 de 1946, mediante las cuales se reglamentaron las operaciones a plazo en las bolsas de valores, las garantías que se debían constituir a favor de las bolsas de valores y los registros que estas debían llevar de tales operaciones. Cabe mencionar que la resolución 589, en atención a lo dispuesto en el artículo 83 del Código de Comercio Terrestre, prohibió a los corredores de bolsa toda negociación y tráfico directo o indirecto, en nombre propio o ajeno, sobre los objetos que constituían la materia habitual de sus operaciones.

k) En 1947, el gobierno nacional intentó crear una Comisión Nacional de Valores. En efecto, en parte por la influencia de otros países[199], se elaboró un proyecto de ley por el cual se disponía la intervención del gobierno para racionalizar la emisión de acciones, cédulas y bonos, y se organizaba la Comisión de Valores. El proyecto, que no se materializó, creaba la Comisión como un organismo dependiente de la Superintendencia de Sociedades y no como órgano autónomo y

[197] Mediante la Ley 30 de 1944, modificada por la Ley 54 de 1945 y por la Ley 69 de 1946, se creó el citado impuesto con destino a crear el "Fondo Escolar Nacional". Cabe destacar que el impuesto era inferior cuando el traspaso era sobre acciones inscritas en bolsas de valores.

[198] Tal fue el alcance que le otorgó la Ley 16 de 1936 y el art. 29 del decr. 1273 de 1936.

[199] En Estados Unidos, a comienzos de los años treinta, se creó la Comisión de Valores y Bolsas, en Argentina se había creado en 1937 la Comisión de Valores y en Méjico en 1946 se creó la Comisión de Valores.

hablaba de la fijación anual, por decreto del gobierno, de un monto de disponibilidad en el mercado nacional para nuevas acciones y bonos.

l) Decreto-Ley 1961 de 1948, que estableció el impuesto a las "grandes rentas", dentro de las cuales estaban incluidos los dividendos de las sociedades anónimas y en comandita por acciones, inscritas o no en las bolsas de valores.

m) Decreto 2521 de 1950, por el cual se reglamentaron el Código de Comercio Terrestre, la Ley 58 de 1931 y las demás disposiciones vigentes sobre sociedades anónimas. Este decreto dispuso: la autorización obligatoria de la Superintendencia de Sociedades Anónimas para la colocación de acciones por parte de las sociedades anónimas, la posibilidad de que las sociedades anónimas obtuvieran empréstitos por medio de la emisión de bonos o títulos representativos de obligaciones[200], el contenido de los prospectos y la facultad a los establecimientos bancarios para actuar como fideicomisarios de los tenedores de los bonos[201]. Así mismo, el decreto estableció que si alguno de los datos o informaciones del prospecto resultaba falso, sus signatarios responderían penalmente y serían solidarios de la indemnización de daños y perjuicios bajo la presunción del dolo. Por último, este decreto reiteró que las sociedades anónimas no estarían sujetas a visitas de la Superintendencia de Sociedades Anónimas si eran declaradas de familia y, a su vez, para que la Superintendencia así lo declarara, sus acciones no debían transarse en bolsa, ni venderse en mercados públicos de valores.

n) Decreto extraordinario 2831 de 1952 que, con el fin de proteger los intereses de los socios o accionistas o los de terceros, facultó a la Superintendencia de Sociedades Anónimas para ordenar el retiro de las acciones de los mercados de valores, cuando se violaren las normas legales o estatutarias de las sociedades anónimas (art. 5º). Esta facultad debía ejercerse mediante resolución que se publicaba en la prensa.

o) Decreto extraordinario 3346 de 1954, por el cual se facultó a la Superintendencia Bancaria para autorizar las ventas a plazos de valores negociables en bolsa, por el sistema de cuotas periódicas, con amortizaciones por medio de sorteos o sin ellas, con el propósito de fomentar la inversión y el ahorro. Las sociedades que se ocuparan de esta clase de operaciones quedaban bajo la vigilancia y control de la Superintendencia Bancaria y los valores debían ser inscritos en la Bolsa de Bogotá o en cualquier otra bolsa que funcionare legalmente en el país.

[200] Decr. 2521 de 1950, arts. 220 a 227.

[201] En concordancia con lo dispuesto por la Ley 51 de 1918.

p) Decreto 2373 de 1956, por el cual se reglamentó la profesión de contador. En el artículo 14 de este decreto se dispuso que la Superintendencia Bancaria y la Superintendencia de Sociedades Anónimas se abstendrían de impartir la autorización que debían obtener las entidades y compañías comerciales sometidas a su vigilancia o control para las emisiones de bonos o acciones destinadas a ser ofrecidas al público para su suscripción, si los correspondientes prospectos y balances no eran autorizados por contador público.

q) Decreto 2425 de 1958, que reglamentó el artículo 14 del decreto 2373 de 1956 y adicionó el capítulo XI del decreto 2521 de 1950, antes mencionado. Este decreto determinó los requisitos que debía cumplir una sociedad emisora para que la Superintendencia de Sociedades Anónimas le concediera permiso para emitir bonos, así como las condiciones que debía llenar el balance general que formaba parte del prospecto y las reglas sobre destinación del empréstito a negocios del objeto principal de la sociedad emisora, so pena de sanciones.

r) Proyecto de Código de Comercio de 1958, documento base del Código de Comercio de 1971, en el cual se aludía a los "mercados públicos de valores" y "bolsas de valores" indistintamente[202]. Este proyecto es de particular importancia en la evolución de la reglamentación de las bolsas de valores y de las operaciones de bolsa, dado que contenía una propuesta de regulación integral de la materia, como era común en esa época en otros países,[203] que formaba parte del Código de Comercio. En efecto, en el Libro Quinto del proyecto se hacía referencia a las bolsas de valores como instituciones organizadas y capacitadas para proteger a los inversionistas; se creaba el Departamento Nacional del Comercio para sustituir a la Superintendencia Bancaria en la vigilancia de las bolsas de valores; se reglamentaban los valores objeto de negociación en la bolsa, su inscripción y cancelación en la bolsa, las operaciones de bolsa de contado o a plazo[204]; establecía las reglas de la colegiatura de los miembros de la bolsa y la regulación de las cauciones o garantías del cumplimiento de toda obligación que contrajeran los miembros como mecanismo de protección al público inversionista y,

[202] NESTOR HUMBERTO MARTÍNEZ NEIRA, *Intervención del Estado en el mercado público de valores*, Bogotá, Edit. Temis, 1986, pág. 58.

[203] Por ejemplo, es el caso del Código de Comercio Español.

[204] Sobre el particular, llama la atención que el art. 1523 del proyecto, en relación con la liquidación de las operaciones de bolsa, consideraba ilícitos los negocios cuya finalidad fuera liquidar diferencias o márgenes de precios.

finalmente, el proyecto contenía una detallada reglamentación de los martillos y vendutas públicas.

s) Ley 130 de 1959, cuyo artículo 6º dispuso que, de conformidad con el ordinal 12 del artículo 76 de Constitución, se investía al presidente de la República de facultades extraordinarias hasta el 31 de diciembre de 1960, para dictar normas sobre sociedades de inversión, corporaciones financieras, creación de fondos mutuos en las empresas y organización y funcionamiento de bolsas de valores y sociedades de capitalización, con miras a regular y desarrollar el mercado de capitales en el país, estimular el ahorro y orientar las inversiones útiles para el desarrollo de la economía nacional[205]. Con fundamento en las citadas facultades, se expidieron normas encaminadas a reorganizar el mercado de capitales. Específicamente se expidieron los siguientes decretos:

• Decreto 2368 de 1960, que creó las sociedades administradoras de inversión y los fondos que ellas administraban, como respuesta a la necesidad de fortalecer el sector real, mediante el direccionamiento del ahorro privado de los inversionistas hacia las acciones de la sociedad anónima inscrita en bolsa[206].

• Decreto 2968 de 1960, sobre fomento del ahorro y constitución de fondos mutuos de inversión en las empresas.

• Decreto 2969 de 1960, que reguló íntegramente la materia de las bolsas de valores y los miembros de la bolsa[207]. Esta norma estableció la naturaleza de las bolsas, el objeto, el funcionamiento y las operaciones realizadas en ellas. También reguló la actividad de los miembros de la bolsa, a quienes calificó como corredores de valores[208], los requisitos que estos debían cumplir, sus obligaciones, incompatibilidades, prohibiciones, causales de suspensión y retiro de las bolsas y las garantías

[205] La Ley 130 también facultada al presidente de la República para revisar y modificar el régimen legal vigente sobre inversiones de las instituciones de crédito de ahorro, de seguros y de capitalización del país, con el objeto de canalizar el ahorro nacional del sector privado y del sector público hacia la formación de capital que fuera más adecuado para los fines del desarrollo económico del país. En desarrollo de esta facultad se expidieron también normas para reorganizar el sector financiero.

[206] Este decreto fue reglamentado mediante el decr. 958 de 1961.

[207] En este decreto se incluye finalmente la reglamentación de las bolsas y de las operaciones de bolsa, que se tenía previsto expedir mediante la reforma al Código de Comercio Terrestre.

[208] Esta norma seguía calificando al miembro de bolsa como corredor, como lo hacía el decr. 1273 de 1936, y no como comisionista.

que debían otorgar, en especial, para las operaciones a plazo[209]. Este decreto derogó el decreto 1273 de 1936 en cuanto a las bolsas de valores y a los miembros de la bolsa, de forma tal que solo quedó vigente la regulación de los martillos de las bolsas de valores contenida en los artículos 14 a 27 de ese decreto.

• Dentro de este conjunto de medidas se pretendió expedir un decreto para la creación, ahora sí, de la Comisión Nacional de Valores, pero el decreto no fue expedido[210]. Por lo tanto, en 1961 el gobierno sometió a la aprobación del Congreso un proyecto de ley inspirado en el proyecto de 1947, con normas tendientes a organizar el mercado de capitales. Dicho proyecto proponía que la Comisión de Valores fuese una entidad autónoma, vinculada al Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Esta iniciativa tampoco se concretó. La pretendida reforma al mercado de valores se limitó entonces a los decretos extraordinarios y reglamentarios antes mencionados.

t) Decreto 482 de 1961, que reglamentó el ejercicio de la actividad de los corredores de valores no miembros de una bolsa.

u) Decreto 2010 de 1966, el cual dispuso que las bolsas o establecimientos mercantiles que tengan por objeto organizar y regular el mercado de crédito con garantía hipotecaria, la negociación de hipotecas construidas sobre bienes raíces, o la organización de martillos para el remate voluntario de inmuebles, estaban sometidos en su organización, funcionamiento y vigilancia a la Superintendencia Bancaria.

v) Decreto 410 de 1971, por medio del cual se expidió el nuevo Código de Comercio y se derogó el Código de Comercio Terrestre, adoptado por la Ley 57 de 1887. El nuevo Código de Comercio incluyó varias disposiciones sobre el mercado público de valores, las bolsas de valores, los martillos, los valores y los comisionistas de bolsa[211], muchas de las cuales se encuentran hoy derogadas o modificadas, expresa o tácitamente. Las disposiciones incorporadas en el Código de Comercio son las siguientes:

• Artículo 20, numeral 7[212], que califica como mercantiles las operaciones de bolsas y martillos.

[209] Este decreto fue reglamentado mediante el decr. 482 de 1961.

[210] Sobre las razones por las cuales no fue el expedido el citado decreto, ver NESTOR HUMBERTO MARTÍNEZ NEIRA, *Intervención del Estado en el mercado público de valores*, Bogotá, Edit. Temis, 1986. págs. 19-21.

[211] A partir del decr. 410 de 1971, los miembros de las bolsas son denominados comisionistas, en lugar de corredores.

[212] Artículo vigente.

• Artículo 267, numeral 5[213], que facultó al Superintendente de Sociedades para decretar el retiro de las acciones de los mercados públicos de valores, cuando ocurrieran irregularidades en el funcionamiento de la sociedad que pudieran comprometer los intereses de los inversionistas.

• Artículo 393[214] que señaló los requisitos para la oferta pública de acciones de sociedades cuyas acciones no se negocien en los mercados públicos de valores.

• Artículo 407[215] que dispuso que mientras la sociedad tenga inscritas sus acciones en bolsas de valores, se tendrá por no escrita la cláusula que consagre cualquier restricción a la libre negociabilidad de las acciones.

• Artículo 449[216] sobre publicación de balances de sociedades cuyas acciones se negocien en el mercado público de valores.

• Artículo 752[217] sobre bonos.

• Artículo 757[218] sobre certificado de depósito y bono de prenda.

• Artículo 921[219] sobre determinación del precio por remisión al que tenga la cosa en ferias, mercados públicos de valores y otros establecimientos análogos.

• Artículo 1202[220] sobre la prenda, según el cual el juez, a petición de cualquiera de las partes, podrá ordenar que la subasta se haga en martillo, bolsa de valores u otro establecimiento semejante que funcione legalmente en el lugar.

• Artículo 1273[221] que facultó al mandatario en caso de urgencia para proceder a la venta de las cosas que le sean expedidas por cuenta del mandante en bolsas o martillos.

[213] Modificado por el decr. 1171 de 1980 y la Ley 44 de 1981.

[214] Derogado tácitamente por la Ley 32 de 1979.

[215] Artículo vigente.

[216] Derogado tácitamente por la Ley 222 de 1995.

[217] Cuando la emisión de bonos se hace por oferta pública se rige por las normas del mercado de valores, decr. 2555 de 2010, antes res. 400 de 1995.

[218] Documentos susceptibles de oferta pública en el mercado público de valores y de inscripción en el registro de valores de acuerdo con el régimen de la Ley 32 de 1979.

[219] Artículo vigente.

[220] *Ibidem*.

[221] *Ibidem*.

• Artículo 1290[222] que facultó al comisionista para hacer vender en bolsas o martillos los efectos que se le hayan consignado.

• Artículo 1304[223] que dispuso que solo los miembros de una bolsa de valores podrán ser comisionistas para la compra y venta de valores inscritos en ellas.

• Artículos 1305 a 1307[224] que establecieron el régimen de los comisionistas de bolsa.

• Artículo 1311[225] sobre responsabilidad del comisionista en relación con la autenticidad del último endoso en los títulos-valores objeto de compra o venta.

• Por último, el artículo 2033[226] que mantuvo vigente el Capítulo XI del decreto 2521 de 1950 sobre bonos.

w) Decreto 1211 de 1972, por el cual se tomaron algunas medidas en relación con el mercado de capitales. Este decreto, que fue determinante para la expedición de la Ley 32 de 1979[227], reflejó la inquietud del gobierno de contar con un mercado de valores adecuadamente regulado, controlado y seguro. En efecto, asignó a la Junta Monetaria, hoy Junta Directiva del Banco de la República, funciones encaminadas a proponer medidas para fortalecer el mercado de valores. Dentro de las medidas que debía estudiar y proponer la Junta Monetaria estaban la de organizar el registro de valores, fijar los requisitos para inscribir valores en bolsa, fijar las condiciones del mercado (tasas máximas y mínimas de interés de las emisiones de renta fija), autorizar proyectos de emisión de bonos y otras obligaciones y el ofrecimiento de acciones y otros valores al público, reglamentar los fondos de estabilización de bonos, reglamentar el ofrecimiento público de valores no inscritos en bolsa, y vigilar la veracidad de la propaganda sobre valores que se ofrecieran al público, entre otras.

x) Decreto 1988 de 1972[228], expedido por el gobierno nacional con fundamento en las facultades del artículo 120, numeral 14, de la Consti-

[222] *Ibidem*.

[223] *Ibidem*.

[224] Derogados por el decr. 1172 de 1980.

[225] Artículo vigente.

[226] Modificado por los decrs. 1998 de 1972 y 1914 de 1983, luego derogados por el decr. 1026 de 1990.

[227] En la ponencia de la Ley 32, el ponente hizo referencia expresa a esta norma.

[228] Este decreto sustituye el capítulo XI del decr. 2521 de 1950, vigente al entrar a regir el decr. 410 de 1971 (art. 2033).

tución Política[229], sobre emisión de bonos en el mercado de capitales[230]. Este decreto fue modificado por el decreto 1914 de 1983, y los dos, posteriormente, derogados por el decreto 1026 de 1990, norma hoy vigente que rige las emisiones privadas de bonos.

y) Resolución 1541 de 1972 de la Superintendencia Bancaria, que aumentó de sesenta a ciento veinte días el plazo que tienen las bolsas de valores para realizar operaciones a plazo considerando la depresión en la que se hallaba el mercado bursátil.

C) *De 1979 a 1990*

El proceso descrito anteriormente y que se llevó a cabo entre 1936 y 1979, culmina con la expedición de la Ley 32 de 1979, por medio de la cual se crea en Colombia la Comisión Nacional de Valores como un organismo vinculado al Ministerio de Desarrollo Económico y cuyo objeto fue estimular, organizar y regular el mercado público de valores en el país. Esta ley tuvo una fuerte influencia de la legislación mejicana de valores y con ella surge como elemento determinante para el control del Estado la noción de mercado "público" de valores. Como se explicó, tal expresión ya había sido utilizada en el Código de Comercio y en otras normas, pero no se encontraba delimitado su alcance y solo con la Ley 32 de 1979 se concreta su contenido[231].

Por otra parte, la Ley 32 de 1979 atribuyó a la Comisión Nacional de Valores distintas facultades, las cuales se pueden agrupar en facultades de información, de promoción, de regulación, de control y de sanción.

[229] El art. 120 de la Const. Pol. de 1886, en su num. 14, establecía como atribución constitucional propia del Presidente de la República, la intervención necesaria en las actividades de personas que tengan por objeto el manejo o aprovechamiento y la inversión de los fondos provenientes del ahorro privado.

[230] Este decreto, en el art. 14, num. 2, habla de mercados públicos de valores.

[231] Ley 32 de 1979, art. 6°: "Conforman el mercado público de valores la emisión, suscripción, intermediación y negociación de los documentos emitidos en serie o en masa, respecto de los cuales se realice oferta pública, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías.

"*Parágrafo*. Se entiende por oferta pública aquella que se dirija a personas no determinadas o a sector o grupo de personas determinadas, o que se realice por algún medio de comunicación masiva para suscribir, enajenar o adquirir documentos de los mencionados en este artículo.

"La Comisión Nacional de Valores podrá fijar criterios de carácter general conforme a los cuales se establezca si una oferta es pública y absolverá las consultas que sobre el particular se le formulen". Este artículo fue derogado por el art. 75 de la Ley 964 de 2005.

Para los fines de este trabajo, resulta de especial importancia tener presente la facultad de regulación, dado que a partir de este período y hasta el año 2005[232], el mercado de valores en el país[233] se reglamentó a través de la regulación expedida principalmente por la Sala General[234].

A partir la expedición de la Ley 32 de 1979, se inicia entonces un nuevo período en la historia normativa del mercado de valores en Colombia en cuanto a su organización y estructura, mediante la expedición de múltiples normas que se pasan exponer.

En efecto, en desarrollo de la Ley 32 de 1979, el gobierno expidió en 1980, entre otros, los siguientes decretos:

a) Decreto 384, mediante el cual se modificó el régimen legal de las sociedades administradoras de inversión y de los fondos que ellas administran, creadas en el país por medio del decreto 2368 de 1960, según se mencionó. El decreto 384 se expidió en medio de la crisis que experimentaban los fondos de inversión y dada la falta de instrumentos idóneos en la normativa vigente para afrontar dicha crisis[235].

b) Decreto 588, que dispuso que la Comisión Nacional de Valores ejerciera las funciones que le habían sido concedidas por el decreto 384 de 1980 en relación con las sociedades administradoras de inversión, cuya vigilancia había sido asignada a la Superintendencia Bancaria.

c) Decreto 831, por el cual se determinó la estructura y organización de la Comisión Nacional de Valores y se le asignaron funciones a sus órganos y dependencias. Como órganos de la Comisión, por su importancia histórica en materia de regulación en el mercado de valores, deben mencionarse la Sala General, integrada por el ministro de Desarrollo Económico o su delegado, el ministro de Hacienda y Crédito Público o su delegado, el superintendente de Sociedades, el

[232] Con la Ley 964 de 2005 se eliminó la Sala General y la intervención por vía de regulación se radicó en cabeza del gobierno nacional. Hay que anotar, sin embargo, que la Comisión Nacional de Valores se convirtió en Superintendencia en 1991, y su Sala General y sus facultades de regulación subsistieron hasta la expedición de la mencionada ley.

[233] La facultad de regulación de la Comisión Nacional de Valores se ejerció por la Sala General y por el presidente de dicha entidad. No obstante, por razón de la limitación de espacio en este capítulo no podemos hacer referencia a las resoluciones y circulares de la Presidencia de la Comisión: solo haremos mención de las principales resoluciones de la Sala General.

[234] El presidente de la Comisión tenía funciones de regulación, como también las tuvo el Superintendente de Valores desde 1991.

[235] El decr. 384 de 1980 fue modificado por el decr. 2515 de 1987.

superintendente Bancario, el presidente de la Comisión, quien tenía voz pero no voto, y un miembro designado por el presidente de la República.

d) Decreto 1167, que determinó las pautas conforme a las cuales se organizaría el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

e) Decreto 1169, por el cual se fijó el procedimiento administrativo que debía seguirse en la expedición de actos de la Comisión Nacional de Valores y se determinaron las consecuencias de su inobservancia. Esta norma, entre otros temas, consagró los procedimientos que debía seguir la Comisión Nacional de Valores en desarrollo de las investigaciones y visitas y en la imposición de sanciones, según su competencia.

f) Decreto 1171, por el cual se asignaron a la Superintendencia de Sociedades ciertas funciones para el cabal cumplimiento de la Ley 32 de 1971. Se estableció la inspección y vigilancia de dicha entidad sobre las sociedades en comandita por acciones cuyas partes alícuotas de capital se negociaran en las bolsas de valores y se le otorgaron atribuciones adicionales a las señaladas en el Código de Comercio para la inspección y vigilancia que ejercía sobre las sociedades emisoras de valores.

g) Decreto 1172, que reguló íntegramente la actividad de los comisionistas miembros de bolsa. Esta norma modificó el régimen de estos profesionales contenido en el decreto 2969 de 1960 y en los artículos 1304 a 1311 del Código de Comercio. Mediante esta disposición se exigió a los comisionistas de bolsa constituirse como sociedades colectivas o anónimas y se les autorizó a establecer sucursales en los términos del artículo 263 del Código de Comercio. Así mismo y de manera novedosa, esta norma amplió en forma significativa su objeto social, les permitió negociar por cuenta propia valores inscritos en bolsa con el objeto de darle liquidez al mercado, otorgar préstamos con sus propios recursos para financiar la adquisición de valores inscritos en bolsa, administrar valores de sus comitentes con la finalidad exclusiva de efectuar los cobros de rendimientos, y constituir y administrar fondos de valores. Por último, debe destacarse que dicho decreto fijó por primera vez un capital mínimo a las sociedades comisionistas, y les estableció el régimen de obligaciones y prohibiciones, y les autorizó a celebrar operaciones cruzadas[236].

Por su parte, la Sala General de la Comisión Nacional de Valores expidió durante 1980 varias resoluciones, entre las cuales cabe mencionar las siguientes:

[236] Operaciones en las cuales actúan a la vez a nombre de un comitente comprador y de un comitente vendedor.

a) Resoluciones 1 a 4 y 12, sobre sociedades administradoras de inversión. Estas resoluciones forman parte del grupo de medidas que fueron expedidas con fundamento en el decreto 384 de 1980 para actualizar y fortalecer el marco legal de este tipo de vehículo de inversión colectiva.

b) Resolución 5, por la cual se organizó el Registro Nacional de Valores e Intermediarios[237].

c) Resolución 6, por la cual se determinaron los documentos que quedaban sujetos al régimen de la Ley 32 de 1979[238].

d) Resolución 7, que fijó los requisitos que debían cumplir los valores para su inscripción y negociación en bolsas de valores.

e) Resolución 9, mediante la cual se dictaron reglas en relación con los sistemas de liquidación y compensación bursátiles[239].

f) Resolución 10, por medio de la cual se determinaron los requisitos de las sociedades de capital abierto.

g) Resolución 11, por medio de la cual se adoptaron los criterios generales para determinar las transacciones que obligatoriamente debían llevarse a cabo en bolsas de valores.

h) Resolución 14, mediante la cual se fijaron los requisitos para la inscripción de los intermediarios de valores en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

i) Resolución 15, que determinó el contenido y términos del aviso público para efectuar transacciones sobre acciones inscritas o no en bolsa, para convertirse en beneficiario real del 10 por ciento de las acciones suscritas de tales sociedades[240].

En 1981, la Comisión Nacional de Valores expidió las resoluciones que se destacan enseguida:

a) Resolución 1, mediante la cual se fijaron las normas generales sobre organización y funcionamiento del Registro Nacional de Valores e Intermediarios y se establecieron las reglas de inscripción en el mismo[241].

[237] Antecedente del SIMEV creado por la Ley 964 de 2005.

[238] Primera lista de valores sujetos a la Ley 32 de 1979.

[239] Antecedente de los sistemas de compensación y liquidación de operaciones y de las Cámaras de Riesgo de Contraparte, reglamentados en la Ley 964 de 2005.

[240] Antecedente de las ofertas públicas de adquisición.

[241] Esta resolución derogó las resoluciones 5 y 14 de 1980.

b) Resolución 101, que autorizó la negociación títulos de participación por fuera de la rueda de las bolsas de valores.

c) Resoluciones 3 y 319[242] sobre determinación de las variaciones máximas permitidas en los precios de las acciones que se negociaban en bolsa.

d) Resolución 193 y Circular 1, sobre las operaciones por cuenta propia que podían celebrar las sociedades comisionistas de los mercados primario y secundario, cuando revestían la forma de sociedades anónimas.

e) Resolución 200, sobre préstamos que otorgaran las comisionistas sociedades anónimas para la adquisición de valores inscritos en bolsa.

f) Resolución 215, sobre los servicios de administración de valores que prestaran las comisionistas constituidas como sociedades anónimas.

Durante 1982 estalló una de las peores crisis financieras en el país que se inició con el cierre del Banco Nacional[243]. Dentro de las medidas de salvamento que se dictaron para conjurar la crisis es indispensable mencionar el decreto legislativo 2920[244], mediante el cual se dictaron normas para asegurar la confianza del público en el sector financiero colombiano, se trasladó el control y vigilancia administrativo de las bolsas de valores, de los comisionistas de bolsa y de las sociedades administradoras de inversión a la Comisión Nacional de Valores[245] y se estableció la democratización accionaria de la propiedad de las instituciones financieras. Así mismo, se expidió el decreto 3227 de 1982 que reglamentó el citado decreto 2920[246].

En relación con las normas expedidas por la Comisión Nacional de Valores en 1982, se destacan las siguientes:

[242] Modificada por la resolución 225 de 1984.

[243] Sobre la crisis financiera de 1982, ver Carlos Caballero Argáez y Miguel Urrutia Montoya, *Historia del sector financiero colombiano en el siglo xx. Ensayos sobre su desarrollo y sus crisis.* Bogotá, Norma, 2006.

[244] Decreto expedido al amparo del art. 122 de la Constitución Nacional, esto es, en Estado de Emergencia Económica.

[245] Hasta la expedición del decr. 2920, el control y la vigilancia de estas entidades se ejercía por la Superintendencia Bancaria en todo lo relacionado con los aspectos societarios. La Comisión Nacional de Valores cumplía funciones de vigilancia limitadas a las actividades del mercado público de valores.

[246] Posteriormente, en 1988 se expidió el decr. 1981 que también reglamentó el decr. 2920 de 1982.

a) Resolución 3, por la cual se dictaron disposiciones relacionadas con los sistemas de liquidación y compensación de operaciones bursátiles.

b) Resolución 5, por la cual se regularon ciertas adquisiciones de acciones en el mercado secundario de valores. En efecto, con el fin de lograr una mayor transparencia en el mercado, se dispuso que toda compraventa de acciones inscritas en bolsa, por un valor igual o superior a $ 200.000 debía realizarse por medio de ella.

c) Resolución 30, que señaló la información que debían remitir a la Comisión Nacional de Valores, las sociedades que pretendieran adelantar oferta pública de valores en el mercado primario.

d) Resolución 31, que determinó la información que debían suministrar los emisores de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

e) Resolución 47, por la cual se ordenó a los corredores independientes de valores remitir información a la Comisión Nacional de Valores.

f) Resolución 176, por la cual se autorizó la negociación de títulos canjeables por certificados de cambio por fuera de la rueda de las bolsas de valores.

g) Resolución 243, que estableció restricciones a la constitución y administración de fondos de valores por parte de las sociedades comisionistas de bolsa[247].

En 1983, el Congreso aprobó la Ley 9ª mediante la cual se crearon estímulos tributarios para la sociedad anónima abierta y el gobierno nacional expidió el decreto 1914, por el cual se dictaron normas sobre emisión de bonos[248]. También es preciso mencionar la circular externa 1 de 1983 que se expidió de manera conjunta por la Superintendencia de Industria y Comercio, la Superintendencia Bancaria y la Comisión Nacional de Valores, sobre el cumplimiento de obligaciones frente al registro mercantil. A su turno, la Sala General de la Comisión Nacional de Valores expidió la resolución 6 por la cual se dictaron las disposiciones sobre recepción y ejecución de órdenes de compra y venta de valores en bolsa, y el presidente de la Comisión expidió la circular 7 sobre divulgación de información a los inversionistas en materia de la situación financiera y el desenvolvimiento de la sociedad, en sociedades cuyos valores se hallaran inscritos en bolsas de valores[249].

[247] Hoy carteras colectivas.

[248] Este decreto modificó el decr. 1998 de 1972, al cual ya se hizo mención.

[249] Modificada por la circular 3 de 1984.

En 1984, la Sala General de la Comisión Nacional de Valores expidió la resolución 3 mediante la cual señaló los requisitos mínimos de inscripción de acciones en bolsas de valores, los cuales se entendían sin perjuicio del cumplimiento de los requisitos que los reglamentos internos de cada bolsa consagraran[250], y estableció que las sociedades emisoras de acciones inscritas en bolsa debían suministrar a la Comisión y a la bolsa un resumen informativo trimestral con sus principales indicadores financieros[251]. Adicionalmente, expidió la resolución 109 por la cual autorizó a las sociedades comisionistas de bolsa para realizar por fuera de rueda ciertas operaciones. Y en este año el presidente de la Comisión, mediante la circular 4 de 1984, reglamentó la información que debía contener el prospecto de colocación de valores[252]. Finalmente, es preciso mencionar que la Comisión Nacional de Valores expidió con la Superintendencia de Sociedades y la Superintendencia Bancaria unas circulares conjuntas, en ambos casos denominadas circular conjunta 1 sobre emisión de bonos obligatoriamente convertibles en acciones.

Durante 1985, la Sala General de la Comisión Nacional de Valores expidió la resolución 4 mediante la cual fijó los criterios de carácter general conforme a los cuales se establecía si una oferta de valores era pública, y señaló que toda oferta pública de enajenación del control accionario requería de autorización de la Comisión. De su parte, la Junta Monetaria expidió las resoluciones 55 y 67 sobre capitalización de empresas pertenecientes a los sectores manufacturero, agroindustrial, de la construcción y de comercio interno. En este mismo año, por medio de la Ley 117, se creó el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras.

En 1986, el gobierno nacional expidió el decreto 1941 por el cual se asignaron al Ministerio de Desarrollo Económico las funciones de

[250] Esta resolución fue modificada por la resolución 4 de 1985 y por la resolución 170 de 1987 que reglamentó los compromisos de apertura para los efectos de la inscripción de acciones en bolsa de aquellas sociedades que no cumplieran con los requisitos de inscripción fijados por la resolución 4 de 1985. Igualmente fue modificada por la resolución 500 de 1989 que cambió las condiciones para la presentación de informes trimestrales que debían suministrar las sociedades con títulos inscritos en bolsas.

[251] Esta obligación de las sociedades emisoras fue modificada por las resoluciones 350 de 1985, 240 de 1986 y 175 de 1987.

[252] El prospecto de colocación de valores era el documento que contenía las condiciones de la oferta pública y la descripción de la sociedad emisora en sus aspectos de organización, reseña histórica, expectativas, finanzas y riesgos.

vigilancia y control de los fondos mutuos de inversión creados por el decreto 2968 de 1960, así como el de los corredores independientes de valores, funciones que ejerció por intermedio de la Comisión Nacional de Valores. De la misma forma, la Sala General de la Comisión de Nacional de Valores mediante la resolución 40 les fijó a las sociedades comisionistas de bolsa los límites máximos de las tarifas que se cobraban sobre las negociaciones de títulos inscritos en bolsas de valores. Por su parte, la Junta Monetaria expidió la resolución 1, por la cual reguló las condiciones de los bonos que emitiera el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras. Otra norma expedida en este año, de trascendencia para el mercado de valores fue la Ley 75 que inició una política de estímulos tributarios al mercado de capitales[253].

La Superintendencia Bancaria, hoy Superintendencia Financiera de Colombia, expidió la resolución 3914, mediante la cual se reglamentaron por primera vez los fondos comunes ordinarios —cuyos recursos podían ser invertidos en valores de renta fija— y los fondos comunes especiales —cuyos recursos podían ser invertidos en otras clases de activos—, administrados por las sociedades fiduciarias vigiladas por ese ente de control[254].

En 1987 se expidió el decreto 1265 sobre inversión extranjera destinada al aumento de capital de sociedades existentes en Colombia. Así mismo, se expidieron los decretos 2513, 2514 y 2515 que establecieron el régimen jurídico de los fondos de pensiones de jubilación e invalidez, precisaron el régimen de inversión de los fondos mutuos de inversión para canalizar sus recursos al mercado de capitales, y modificaron el régimen legal de los fondos de inversión para fortalecerlos e independizar su manejo de la influencia de los grupos económicos, respectivamente. También en 1987, por medio del decreto 365, se dictaron normas sobre la democratización de la propiedad accionaria de las instituciones financieras. De igual manera, el gobierno, en desarrollo de las facultades extraordinarias que le otorgó la Ley 75 de 1986, expidió el decreto-Ley 2512 de 1987 por el cual estableció un régimen tributario favorable para los fondos mutuos de inversión, fondos de inversión, fondos de valores y fondos de pensiones, con miras al desarrollo de dichos inversionistas institucionales. A su vez, la Comisión Nacional de Valores expidió la resolución 2, que modificó la resolución 5 de 1982, para definir cuándo

[253] Esta ley eliminó la doble tributación, gravó el componente no inflacionario de los intereses, y rebajó y niveló, con la de otras personas jurídicas, la tarifa impositiva aplicable a las sociedades anónimas. Esta ley fue reglamentada por el decreto 400 de 1987.

[254] Hoy fondos de inversión colectiva.

se consideraba una sola operación las compraventas de acciones por debajo de $ 200.000 que podían celebrarse por fuera de la bolsas, y la resolución 180 por la cual se establecieron los plazos y condiciones que debían acreditar las sociedades interesadas en calificar como abiertas para efectos de la exención de que trataba el parágrafo del artículo 33 de la Ley 9ª de 1983. Por último, la Junta Monetaria expidió la resolución 24 por la cual se reestructuró el Fondo de Capitalización Empresarial y se derogaron las resoluciones 55 y 67 de 1985.

En 1988 se aprobó la Ley 81[255] en virtud de la cual la Comisión Nacional de Valores fue adscrita al Ministerio de Hacienda y Crédito Público, y a partir de dicha ley la Sala General fue presidida por el ministro del ramo. En este mismo año, el decreto 2655, mediante el cual se expidió el Código de Minas, autorizó a las sociedades ordinarias de minas a emitir y a celebrar contratos de suscripción de acciones al portador y bonos convertibles en acciones, quedando sujetas a la inspección, vigilancia y control de la Comisión Nacional de Valores y de la Superintendencia de Sociedades para ese solo efecto. Por su parte, la Comisión Nacional de Valores expidió las siguientes resoluciones:

a) Resolución 1, que reglamentó la recepción y ejecución de órdenes de compra y venta de valores que recibieran las sociedades comisionistas.

b) Resolución 8, que precisó las transacciones que debían llevarse a cabo obligatoriamente por medio de las bolsas de valores[256].

c) Resolución 9, que reglamentó los fondos de garantías[257] que debían constituir las sociedades comisionistas de bolsa[258].

d) Resolución 10, que reglamentó las ofertas públicas de venta para la enajenación del control accionario en el mercado secundario de valores[259].

[255] Parágrafo del art. 58 de la ley.

[256] La res. 8 modificó y aclaró la res. 5 de 1982.

[257] Los fondos de garantías constituyeron un novedoso mecanismo colectivo complementario a las garantías que debían otorgar las sociedades comisionistas, con el objeto de respaldar el cumplimiento de las obligaciones que contrajeran para con sus clientes en virtud del contrato de comisión y en favor de la protección del público inversionista.

[258] La res. 9, al igual que la 355, que se menciona más adelante, se dictaron por la Comisión para restablecer la confianza del público en el mercado dada la crisis que se produjo en este año por una serie de graves defraudaciones llevadas a cabo por personas vinculadas a la actividad de intermediación bursátil.

[259] La res. 10 modificó la res. 3 de 1985.

e) Resolución 355, que fijó el capital mínimo a las sociedades comisionistas de bolsa tanto para el caso de las sociedades colectivas como las anónimas.

En 1989, el Congreso de la República aprobó la Ley 78 que autorizó la inversión extranjera de portafolio. En este año también se expidió el decreto 2277, por el cual se asignaron funciones a la Superintendencia Bancaria y a la Comisión Nacional de Valores en los procesos de toma de posesión de los bienes, haberes y negocios de una entidad vigilada. Por su parte, la Comisión Nacional de Valores expidió la resolución 3, de la Sala General, que estableció los requisitos para cancelar voluntariamente la inscripción de valores en el Registro Nacional de Valores y en las bolsas de valores; la resolución 302, por medio de la cual se autorizó a las bolsas de valores para que las operaciones sobre títulos de renta fija se realizaran mediante el mecanismo de remate; la resolución 500 que modificó los informes trimestrales y disminuyó los plazos dentro de los cuales las sociedades inscritas en bolsa debían presentarlos al mercado, y la resolución 579, de la Sala General, por la cual se autorizó a las sociedades comisionistas para realizar operaciones de martillo de la bolsa por cuenta de sus clientes sobre acciones inscritas en ella.

El gobierno nacional expidió el decreto 938, mediante el cual se consolidó la reglamentación de los fondos comunes ordinarios y los fondos comunes especiales, administrados por las sociedades fiduciarias.

El año 1990 fue particularmente importante para el mercado público de valores, dado que se aprobaron cinco leyes que reformaron parte de la arquitectura de dicho mercado, según se indica a continuación:

a) Ley 27, que transformó el régimen jurídico de las bolsas de valores; modificó el campo de actuación de las sociedades comisionistas de bolsa, así como la oferta pública de documentos emitidos por entidades financieras, el régimen sancionatorio general de la Comisión Nacional de Valores y el aplicable al ejercicio irregular de la actividad de intermediación de valores; fijó las bases legales para organizar en el país un depósito centralizado de valores, y creó las acciones con dividendo preferencial y sin derecho de voto.

b) Ley 45, que facultó a los bancos, a las corporaciones financieras y a las compañías de financiamiento comercial para constituir filiales comisionistas de bolsa; amplió el objeto social o capacidad legal de las sociedades comisionistas de bolsa y se les ordenó revestir la forma de sociedades anónimas; facultó a la Comisión Nacional de Valores para establecer reglas que previnieran o regularan los conflictos de intereses en

operaciones del mercado de valores por parte de los accionistas de las sociedades comisionistas y para dictar las reglas con sujeción a las cuales debía funcionar el martillo de la bolsa[260], definió un nuevo régimen para la revisoría fiscal de las entidades vigiladas por la Comisión Nacional de Valores; sujetó a inspección y vigilancia de la Comisión Nacional de Valores a las sociedades calificadoras de valores y a los fondos de garantías, y estableció el régimen sobre uso indebido de información privilegiada.

c) Ley 49, que reglamentó la repatriación de capitales; estimuló el mercado accionario y amplió la política de incentivos al mercado de capitales iniciada por la Ley 75 de 1986 mediante la capitalización de utilidades, la desgravación de las utilidades obtenidas en la venta de acciones por intermedio de las bolsas, así como incentivos a inversionistas institucionales como fondos de pensiones, fondos de inversión extranjera y fondos de valores, entre otros.

d) Ley 50, Ley de Reforma Laboral, que creó los fondos de cesantías, una nueva clase de vehículo de inversión colectiva en el mercado de valores, alimentado con recursos provenientes del pago que hacen los empleadores de la prestación laboral de cesantía.

e) Ley 51, que autorizó unas operaciones de endeudamiento interno y externo de la Nación, al igual que operaciones para el saneamiento de obligaciones crediticias entre entidades públicas[261].

El gobierno nacional expidió el decreto 1026 de 1990 que reguló integralmente la captación y manejo de ahorro privado que se obtuviera mediante la emisión de bonos al público, tanto por empresas del sector real como por entidades financieras vigiladas por la Superintendencia Bancaria. Este decreto es de gran importancia para el mercado de valores, por cuanto les facilitó a las empresas acudir a este mecanismo de financiación directo mediante la captación de recursos del público (desintermediación), hizo claridad sobre la función y responsabilidad del Estado en la autorización de este tipo de emisiones y fijó un estricto marco de protección a los tenedores de los bonos. De igual manera, se expidió el decreto 1688 de 1990, reglamentario del decreto 1169 de 1980, por el cual se modificó el procedimiento administrativo que debía seguir la Comisión Nacional de Valores.

Y la Comisión Nacional de Valores expidió las siguientes disposiciones de carácter significativo:

[260] Esta ley derogó los art. 14 a 27 del decr. 1273 de 1936.

[261] Por medio de esta ley se crearon los títulos de tesorería, TES.

a) Resolución 1 de 1990, expedida en desarrollo de la Ley 27 de 1990, que estableció la participación que debían tener en el consejo directivo y en la cámara disciplinaria de las bolsas, las personas que representaran a las entidades emisoras de valores inscritos, a los inversionistas institucionales y a otros gremios y entidades vinculadas a la actividad bursátil[262].

b) Resoluciones 2 y 395 de 1990, sobre venta de acciones que poseía la Nación y el Fondo de Garantías en instituciones financieras[263].

c) Resolución 4 de 1990[264], que facultó a las sociedades comisionistas para realizar operaciones de compra y venta de acciones no inscritas en bolsa por medio del martillo.

d) Resolución 5 de 1990, por la cual se autorizó el funcionamiento de sistemas centralizados de operaciones sobre valores y se establecieron normas en relación con los mismos[265].

e) Resolución 7 de 1990, que precisó las condiciones en que debía realizarse la primera oferta pública de las acciones con dividendo preferencial.

f) Resoluciones 135 y 368 de 1990, que fijaron nuevas condiciones con sujeción a las cuales las sociedades comisionistas de bolsa podían realizar operaciones por cuenta propia en el mercado secundario para títulos de renta fija de baja cuantía, así como pequeños paquetes de acciones de baja liquidez[266].

g) Resolución 380 de 1990[267], mediante la cual se autorizó a los fondos mutuos de inversión para recibir financiación del Fondo de

[262] Antecedente de las reglas sobre gobierno corporativo en las bolsas de valores.

[263] Estas resoluciones se expiden con fundamento en los decrs. 1892 de 1989 y 500 de 1990, que establecieron un procedimiento para la venta de acciones que poseía la Nación y el Fondo de Garantías en instituciones financieras.

[264] Esta norma fue expedida por la Sala General de la Comisión Nacional de Valores con fundamento en la Ley 27 de 1990, que autorizó a las sociedades comisionistas para que en desarrollo del contrato de comisión, compraran y vendieran títulos no inscritos en bolsa pero inscritos en el Registro Nacional de Valores.

[265] Antecedente de la desmutualización de los sistemas de negociación operados por las bolsas de valores.

[266] Mediante la Ley 45 de 1990 se permitió a las sociedades comisionistas desarrollar operaciones por cuenta propia con el fin de dar mayor estabilidad a los precios del mercado, reducir los márgenes entre los precios de demanda y oferta y, en general, dar liquidez al mercado.

[267] En desarrollo de lo previsto en el decr. 739 de 1990.

Garantías de Instituciones Financieras con el fin de adquirir acciones o bonos convertibles que dicho Fondo enajenara en procesos de privatización.

h) Resolución 395 de 1990, que estableció un régimen especial para realizar, por medio de la bolsa, operaciones de privatización y democratización en desarrollo de los decretos 1892 de 1989 y 500 de 1990.

i) Resolución 608 de 1990, que modificó la resolución 243 de 1982 y fijó nuevas condiciones para la constitución y administración fondos de valores[268].

D) *De 1991 a 2005*

El país había atravesado una década muy convulsionada y de profunda crisis de institucionalidad. Sin embargo, mientras la Asamblea Nacional Constituyente discutía desde el 5 de febrero de 1991 los términos de la que sería la nueva Constitución de Colombia, el país seguía su curso. Así, en el primer semestre de 1991, la Sala General de la Comisión Nacional de Valores expidió, entre otras normas, las siguientes:

a) Resolución 1, por medio de la cual se determinaron los requisitos que debían reunir los papeles comerciales[269] para ser inscritos en el Registro Nacional de Valores y ofrecidos públicamente.

b) Resolución 2, que precisó los requisitos que debían cumplir las entidades públicas con el fin de que sus valores fueran inscritos en el Registro Nacional de Valores y estableció los requisitos que debían cumplirse para inscribir en dicho Registro, títulos emitidos por entidades que no tenían el carácter de sociedades comerciales.

c) Resolución 3, que determinó los requisitos que debían reunir los papeles comerciales emitidos por entidades públicas con el fin de ser inscritos en el Registro Nacional de Valores.

d) Resolución 4, mediante la cual se fijaron los requisitos que debían reunir los bonos de prenda[270] para ser inscritos en el Registro Nacional de Valores y ofrecidos públicamente.

e) Resolución 7, que autorizó la emisión y colocación de títulos de deuda pública por parte del gobierno nacional, para que por medio

[268] Hoy fondos de inversión colectiva.

[269] Los papeles comerciales tuvieron el tratamiento de nuevos valores y la resolución los definió como pagarés emitidos serialmente.

[270] Los bonos de prenda no eran negociados en el mercado público de valores.

de fondos comunes especiales o de fondos de valores cuyo objeto fuera invertir en esa clase títulos, se crearan nuevos valores que otorgaban derechos de participación. Esta norma constituyó un importante antecedente de los procesos de titularización de activos, solo que estaba limitado al subyacente de títulos de deuda pública.

f) Resolución 10, por la cual se autorizaron las sociedades calificadoras de valores. Esta norma estableció los requerimientos para las personas que podían realizar la actividad de calificación en el país, los requisitos para su inscripción en el Registro Nacional de Intermediarios y definió los valores objeto de calificación.

g) Resolución 10[271], por la cual se flexibilizó el régimen de las operaciones por cuenta propia de las sociedades comisionistas de bolsa aprobado por las resoluciones 135 y 368 de 1990.

El 4 de julio de 1991, la Asamblea Nacional Constituyente aprobó la nueva Constitución Política de Colombia y con ella se modificó la estructura política y social imperante en el país desde 1886. En materia del mercado de valores, la Constitución estableció un nuevo marco constitucional para la actividad bursátil[272], al igual que para las actividades financiera, aseguradora y las demás relacionadas con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos del público. En efecto, el artículo 335 de la Constitución califica la naturaleza de esta actividad como de interés público[273] y se dispuso que solo puede ser ejercida previa autorización del Estado y conforme a la ley, la cual regulará la forma como el gobierno intervendrá en esta materia[274]. A su vez, el artículo 189, numeral 25, facultó al presidente de la República para intervenir en la actividad bursátil y el artículo 150, ordinal 19, literal d), dispuso que el Congreso, mediante ley, dictará las normas generales y en ellas señalará los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el gobierno para regular la actividad bursátil[275]. De la misma forma, el artículo 189, ordinal 24, asignó al presidente de la República la función

[271] De la Presidencia de la Comisión Nacional de Valores.

[272] La Constitución (art. 335) se refiere a las actividades en el mercado de valores como actividad bursátil.

[273] De igual forma que para las actividades financiera y aseguradora y las demás relacionadas con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos del público.

[274] Primera vez que en Colombia se le otorga rango constitucional al mercado de valores.

[275] De esta manera, corresponde al Congreso de la República aprobar el marco general (ley marco) conforme al cual el presidente de la República desarrolla la intervención en el mercado de valores.

de ejercer, de acuerdo con la ley, la inspección, vigilancia y control sobre las personas que desempeñen actividades en el mercado de valores. Finalmente, el artículo 52 transitorio dispuso que la Comisión Nacional de Valores tendría en adelante el carácter de Superintendencia[276]. Este artículo fue reglamentado por el decreto 2739 de 1991[277], que adecuó la estructura de la Comisión Nacional de Valores a su nueva naturaleza de Superintendencia, y organizó la entidad de tal manera que pudiera atender la organización, promoción y regulación del mercado de valores y la inspección y vigilancia de los sujetos que en él intervenían.

Por su parte, el Consejo Nacional de Política Económica y Social - CONPES, expidió la resolución 51[278], por virtud de la cual se aprobó el Estatuto de Inversiones Internacionales. En punto del mercado de valores, la resolución 51 es de especial importancia por cuanto reguló los fondos de inversión de capital extranjero autorizados por la Ley 78 de 1989, y atribuyó a la Superintendencia de Valores la función de autorizar la operación en Colombia de los fondos de inversión extranjera de carácter institucional.

En 1992, mediante la Ley 6ª, se establecieron descuentos tributarios a favor de quienes invirtieran en acciones o bonos de sociedades con un índice de bursatilidad alto en el respectivo año fiscal, o que formaran el segundo del mercado, de acuerdo con lo dispuesto por la Sala General de la Superintendencia de Valores.

También se expidió el decreto 2115, mediante el cual se reestructuró la Superintendencia de Valores a fin de ampliar su ámbito de actuación sobre las compañías emisoras de valores en Colombia, para lo cual se le asignaron algunas funciones que estaban en cabeza de la Superintendencia de Sociedades. Como consecuencia de lo anterior, a partir de esta norma se creó la Delegatura de Emisores de manera independiente de la Delegatura para Promoción y Seguimiento del Mercado. Durante este año, mediante el decreto 437 se reglamentó la Ley 27 de 1990, autorizando la creación de las sociedades administradoras de depósitos

[276] Con fundamento en este artículo, se crea la Superintendencia de Valores. La razón para cambiar la naturaleza jurídica de la Comisión Nacional de Valores radicó en que existían dudas respecto de si podría seguir siendo delegataria de las funciones de intervención e inspección del presidente de la República.

[277] Adicionado por el decr. 2855 de 1992.

[278] Las res. 49 y 51 del CONPES fueron expedidas con fundamento en la Ley 9ª de 1991 que fijó las normas generales en materia de cambios internacionales. La res. 51 derogó la 49, ambas de 1991.

de valores. El decreto 437 estableció las reglas sobre constitución, funciones, contratos y desarrollo del objeto de los depósitos de valores.

Otro decreto expedido en 1992 y que reviste especial importancia para el mercado de valores, fue el 2016 que modificó aspectos sustanciales del régimen de las sociedades comisionistas y de las bolsas de valores, como la constitución, el reglamento de las bolsas, el régimen de comisiones, el permiso de funcionamiento, reuniones de la junta directiva, inversiones y endeudamiento, interconexión de las bolsas, pago y aumento de capital y negociación de acciones.

En este año también se expidieron los decretos 1035 y 2139, autorizando la celebración de contratos de red entre las sociedades comisionistas y los establecimientos de crédito, para utilizar de la red de oficinas de estos.

A su turno, en 1992 la Superintendencia de Valores expidió las siguientes normas de particular relevancia:

a) Resoluciones 56, 57[279], 167 y 192, sobre transparencia y adecuada formación de precios en la negociación de acciones inscritas en bolsa.

b) Resolución 608, sobre administración de fondos de valores.

c) Resolución 626, que constituyó el primer estatuto que reguló integralmente la inscripción de títulos en el Registro Nacional de Valores y el trámite de autorización de oferta pública de valores.

d) Resolución 784, que estableció el marco normativo para la oferta pública simultánea en mercados internacionales y en el mercado local, de acciones con dividendo preferencial y sin derecho de voto emitidas en Colombia[280].

e) Resolución 794, sobre oferta pública de valores emitidos por gobiernos extranjeros o por entidades públicas extranjeras con garantía de su gobierno.

f) Circular 23, mediante la cual se reglamentaron las operaciones carrusel, las cuales permiten la negociación de un título de largo plazo entre distintos inversionistas, mediante la asunción de compromisos de compra y venta en una fecha futura y a un precio definido previamente.

g) Resolución 645[281], que estableció el marco legal para los procesos de titularización como forma de emisión de nuevos valores, a partir de la movilización de activos inmobiliarios y de otra naturaleza.

[279] Modificó las res. 3 de 1984 y 4 de 1985, sobre inscripción de acciones en bolsa.

[280] Esta norma facilitó la primera colocación en el mercado de Estados Unidos de America (Deposits Receipts ADRs, Regla 133 A), de un emisor colombiano.

[281] Modificada por la res. 455 de 1993.

h) Resoluciones 784 y 794, sobre ofertas públicas de valores colombianos en el exterior y de valores extranjeros en Colombia.

i) Circular 24, que definió el concepto de conflicto de intereses e información privilegiada[282], los principios orientadores y las reglas de conducta que debían ser adoptadas por las sociedades comisionistas.

j) Circular 7, por la cual se autorizó a las sociedades comisionistas para administrar portafolios de terceros para los efectos de la resolución 51 del CONPES, lo que les permitió ser administradores locales de fondos de capital extranjero.

k) Circular 10, por la cual se autorizó a las sociedades comisionistas para administrar valores de los clientes.

l) Circular 13, por la cual se autorizó a las sociedades comisionistas para prestar a sus clientes servicios de asesoría en el mercado de capitales, en actividades como asesoría en ingeniería financiera, procesos empresariales de reorganización, procesos de privatización y programas de inversión.

m) Circular 21, por la cual se autorizó a las sociedades comisionistas para que actuaran como representantes en Colombia de cámaras de compensación de bolsas de futuro y opciones del exterior, por medio de oficinas de representación.

En 1993, en desarrollo de lo dispuesto en el numeral 19 del artículo 150 de la Constitución, el Congreso expidió la Ley 35 de 1993, primera ley marco del sector bursátil bajo la Constitución Política de 1991, que determinó el ámbito de intervención del Estado en el mercado público de valores mediante normas de carácter general y señaló los criterios a los cuales debía sujetarse para la regulación[283]. En esta ley se dispuso que las facultades de intervención por vía de regulación quedaran en cabeza de la Sala General de la Superintendencia de Valores y, en algunos casos, del Superintendente de Valores, previo concepto de la Sala General. Por su parte, las funciones de inspección, control y vigilancia sobre los participantes del mercado permanecieron en cabeza del gobierno nacional, siendo ejercidas por la Superintendencia de Valores.

Ese mismo año, el Congreso expidió la Ley 100 mediante la cual creó los fondos de pensiones obligatorias, hoy uno de los principales vehículos de inversión colectiva del mercado de valores.

En cuanto a los decretos que regularon el mercado de valores durante 1993, deben destacarse:

[282] De acuerdo con lo dispuesto por el art. 75 de la Ley 45 de 1990.

[283] Al igual que para las actividades financiera y aseguradora.

a) Decreto 653, Estatuto Orgánico del Mercado de Valores[284], el cual compiló en un solo cuerpo normativo todas las disposiciones legales que regulaban el mercado público de valores y el régimen aplicable a las entidades vigiladas por la Superintendencia de Valores. Este decreto fue expedido en desarrollo de las facultades otorgadas al gobierno por la Ley 35 de 1993, e incorporó las disposiciones expedidas con fundamento en las facultades del artículo 120, numeral 14, de la Constitución Política de 1886, en los artículos 20, 50 y 52 transitorios de la Constitución Política de 1991, y en leyes y decretos-leyes.

b) Decreto 1168, que definió las condiciones para considerar un documento como emitido en serie o en masa.

c) Decreto 1169, que reglamentó el artículo 33 de la Ley 35 de 1993 sobre expedición de normas por parte de la Sala General de la Superintendencia de Valores.

d) Decreto 1958, por el cual se reglamentó la inscripción en bolsa de acciones de sociedades de economía mixta y el decreto 130 de 1976[285].

e) Decretos 1699 y 2658, mediante los cuales se estableció un nuevo capital mínimo a las sociedades comisionistas de bolsa.

En ese año, la Superintendencia de Valores expidió las siguientes resoluciones:

a) Resolución 450[286], que eliminó los límites en el régimen de tarifas en las operaciones que realicen las sociedades comisionistas.

b) Resolución 1173, definió el régimen del patrimonio técnico para las sociedades comisionistas.

c) Resoluciones 924 y 1393, sobre operaciones de martillo y privatizaciones.

d) Resolución 1241, mediante la cual creó el Índice de Bursatilidad Accionaria IBA.

e) Resolución 1242[287], que integró las normas sobre oferta pública de valores e inscripción de títulos en el Registro Nacional de Valores e Intermediaros.

[284] Si bien esta norma seguía la tendencia "codificadora" del derecho financiero iniciada en Colombia con el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, fue declarada inconstitucional por la Corte Const. mediante la sent. C-397 de 1995.

[285] Por el cual se reglamentaron las sociedades de economía mixta.

[286] Esta norma fue de especial importancia en su momento, pues liberó las comisiones de las sociedades comisionistas.

[287] Entre otras, integró las res. 626, 784 y 794 de 1992.

f) Resolución 1394[288], por medio de la cual se aclararon los procedimientos para el desarrollo de la titularización en el país.

g) Resolución 1530, mediante la cual se expidió el Plan Único de Cuentas para las entidades vigiladas por la Superintendencia de Valores.

h) Resolución 1533, sobre operaciones por cuenta propia de las sociedades comisionistas de bolsa.

En 1994, mediante el decreto 2352, se creó la Misión de Estudios sobre el Mercado de Capitales con el propósito de asesorar al Ministerio de Hacienda y Crédito Público en los temas referentes al mercado de capitales, en particular, en relación con los obstáculos a su desarrollo, la aplicación de normas regulatorias vigentes internacionalmente, los estímulos a la oferta de valores para la financiación de obras de infraestructura y de servicios públicos y los pasos necesarios para desarrollar instrumentos de cobertura.

Durante ese año la Superintendencia de Valores reguló, entre otros, los siguientes asuntos:

a) Resolución 707, mediante la cual se crea el segundo mercado. Esta norma flexibiliza el trámite de inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y el proceso de oferta pública para ciertos valores que solo pueden ser adquiridos por inversionistas calificados, nueva figura que surge en el mercado de valores colombiano.

b) Resolución 1032, que aclaró y modificó las resoluciones 1242 y 1394 de 1993.

c) Resolución 1403, autorizó a las sociedades comisionistas de bolsa para realizar operaciones de venta con pacto de recompra (repos) sobre títulos inscritos en bolsa.

d) Resolución 1405, en la cual se introdujeron cambios al régimen de las operaciones por cuenta propia e inversiones con recursos propios para las sociedades comisionistas.

e) Resolución 1447, modificó el régimen de la oferta pública de valores y la inscripción de títulos. Esta norma también estableció la obligación a los emisores de valores de enviar a la Superintendencia de Valores su información financiera trimestral y de fin de ejercicio, por vía electrónica.

En 1995 se destaca la aprobación por el Congreso de la República de tres leyes, a saber:

[288] Derogó la res. 645 de 1992.

a) Ley 190 de 1995, Estatuto Anticorrupción, que estableció obligaciones para los agentes del mercado público de valores, en especial, la de adoptar medidas tendientes a prevenir el lavado de activos.

b) Ley 222, mediante la cual se modificaron algunos aspectos del régimen societario del Código de Comercio. Varias disposiciones de esta ley son relevantes para el mercado de valores, tales como el régimen de las acciones con dividendo preferencial[289]; los deberes y responsabilidades de administradores de sociedades; la reorganización societaria; las reuniones de asamblea; los grupos empresariales y las operaciones entre vinculados de grupos empresariales; la presentación e información de estados financieros, y las funciones de inspección, vigilancia y control de las superintendencias. Adicionalmente, esta ley consagró algunas reglas especiales aplicables expresamente a dicho mercado como son los derechos de los tenedores de bonos de las sociedades participantes en una escisión; el ejercicio del derecho de retiro en los casos de cancelación voluntaria de la inscripción en el Registro Nacional de Valores o en bolsa de valores; las facultades de la Superintendencia de Valores para determinar la existencia del grupo empresarial respecto de las entidades sometidas a su vigilancia, cuando exista discrepancia sobre los supuestos que lo originan y para establecer la veracidad del contenido del informe especial a la asamblea o junta de socios sobre la intensidad de las relaciones económicas existentes entre la controlante o sus filiales o subsidiarias con la respectiva sociedad controlada; la obligación de incluir en la convocatoria a las reuniones de la asamblea general de accionistas en las sociedades que negocien sus acciones en el mercado público de valores, el punto sobre aumento del capital autorizado o la disminución del suscrito; la imposibilidad de pactar un quórum y mayorías diferentes a los indicados en el artículo 68 de la ley en los estatutos de las sociedades que negocien sus acciones en el mercado público de valores; las reuniones de segunda convocatoria en las sociedades que negocien sus acciones en el mercado público de valores, y la enajenación en el proceso de liquidación de bienes muebles cotizados en bolsa de valores.

c) Ley 226, por la cual se desarrolló el artículo 60 de la Constitución Política en cuanto a la enajenación de la propiedad accionaria estatal y se tomaron medidas para su democratización.

Por su parte, en este año la Superintendencia de Valores expidió las siguientes normas que se deben mencionar:

[289] Inicialmente establecido en Colombia por la Ley 27 de 1990.

a) Resolución 93 de 1995, por la cual se estableció que las bolsas de valores del país debían poner en funcionamiento un sistema de interconexión electrónico, por medio del cual se pueda conocer la información relacionada con títulos y sus emisores, cantidades y precios de cada una de las ofertas, demandas y operaciones que se estuvieran efectuando en cada bolsa de valores. Dicha información debía ser puesta por cada bolsa a disposición de las sociedades comisionistas, del público en general y de los inversionistas.

b) Resolución 152 de 1995, mediante la cual se estableció que las operaciones a plazo se podrían realizar por un plazo máximo de 180 días comunes.

c) Resoluciones 96 y 209 de 1995, que definieron las reglas que debían seguir las entidades sujetas a la vigilancia de la Superintendencia de Valores, para la valoración de sus inversiones a precios de mercado.

d) Resolución 349 de 1995, por medio de la cual se estableció que las operaciones a plazo podían ser de cumplimiento efectivo o de cumplimiento financiero. Adicionalmente, dispuso que las operaciones de contado sobre acciones podían pregonarse y registrarse con un plazo único de tres días para su cumplimiento y liquidación.

e) Resolución 327 de 1995, que modificó la reglamentación de las operaciones de martillos y estableció nuevas reglas de adjudicación e información.

f) Resolución 328 de 1995, que autorizó el reglamento unificado sobre operaciones a plazo que se realizaran en las bolsas de valores sobre títulos diferentes a acciones.

g) Resolución 419 de 1995, por la cual se estableció el contenido de los comprobantes de liquidación de las operaciones de bolsa, con el fin de mejorar la información al inversionista sobre su costo real.

h) Resolución 400 de 1995, también denominada Resolución Única de la Sala General de la Superintendencia de Valores. Esta norma compiló la normativa vigente expedida por la Sala General e introdujo modificaciones, entre otros temas, a la inscripción de títulos; ofertas públicas en el exterior; financiación de valores; titularización; fondos de valores; oferta pública de adquisición y operaciones de venta con pacto de recompra. Con fundamento en esta resolución, a partir de 1995 las resoluciones de dictó la Sala General debían obligatoriamente referirse a la resolución 400 ya fuera para modificarla o para adicionarle nuevas materias.

i) Resolución 1200 de 1995, conocida como Resolución Única del Superintendente de Valores. Esta norma compiló la regulación vigente

a esa fecha, así como todas las circulares expedidas por la Superintendencia de Valores en las cuales se impartían instrucciones sobre distintos aspectos del mercado público de valores. Como en el caso anterior, a partir de 1995, las normas obligatoriamente debían referirse a la resolución 1200 para modificarla o para incorporarle nuevas materias.

En 1996 se dictaron las siguientes disposiciones, de especial relevancia:

a) Resolución 527, que autorizó, a las sociedades comisionistas de bolsa que administraran fondos de valores, realizar operaciones de reporto por cuenta de dichos fondos.

b) Resolución 529, que estableció como obligatoria la calificación de los bonos emitidos por instituciones financieras y del endeudamiento producto de la colocación certificados de depósito a término.

c) Resolución 549, que autorizó a las sociedades comisionistas de bolsa para adquirir en el mercado primario, por cuenta de los fondos de valores que administraran, títulos inscritos en bolsa cuya emisión no hubiese sido colocada por intermedio de ella.

d) Resolución 645, que reglamentó el fraccionamiento de operaciones sobre acciones y el libro de registro de órdenes.

e) Resolución 1092, que exigió que todos los remates en los martillos de las bolsas de valores se debían realizar de manera simultánea, para permitir la participación de las sociedades comisionistas que no tenían puestos en las tres bolsas de valores.

f) Resoluciones 1119 y 1169, sobre límites en las operaciones por cuenta propia de las sociedades comisionistas. Esta norma amplió de manera considerable los límites existentes para este tipo de operaciones, así: en el mercado primario de tres a seis veces el patrimonio técnico, y en el mercado secundarios de diez a quince veces el patrimonio técnico de la sociedad comisionista.

g) Resolución 1173, que amplió el régimen de actuación de las sociedades administradoras de fondos de inversión[290]. Esta disposición buscó eliminar los arbitrajes que existían entre la regulación de los fondos de inversión y la de otro tipo de instrumentos institucionales.

h) Resolución 1180, mediante la cual se autorizó a las sociedades comisionistas que no administraran fondos de valores y a las sociedades comisionistas independientes, para participar en el capital de las sociedades administradoras de inversión.

[290] Hoy fondos de inversión colectiva.

i) Resolución 1201, que definió la actividad de intermediación de valores y estableció las condiciones para su ejercicio. Esta norma es de singular importancia para la evolución del mercado de valores en el país, como se explica en la parte III de la obra.

j) Resolución 1202, por la cual se estableció la obligación para las entidades no vigiladas por la Superintendencia Bancaria (mesas de dinero) de registrar e informar sobre operaciones realizadas en el mercado de valores.

k) Resolución 1203, por medio de la cual se estableció la obligación para las entidades vigiladas por la Superintendencia Bancaria de registrar las negociaciones que ejecutaran en el mercado mostrador de valores.

l) Resolución 1204, mediante la cual se facultó a las bolsas de valores para administrar sistemas de transacción e información para celebrar operaciones sobre valores.

m) Resolución 1264, modificó la resolución 349 de 1995 sobre operaciones a plazo de cumplimiento financiero en las bolsas de valores. Constituyó un importante antecedente de las operaciones de futuros financieros en las bolsas de valores del país. Esta norma amplió el término de las operaciones a plazo, de 270 a 365 días; determinó que una operación de cumplimiento financiero se haría solamente con la entrega del diferencial en dinero entre el precio de mercado a futuro y el precio de mercado del valor subyacente el día del cumplimiento de la operación[291]; limitó la posibilidad de realizar este tipo de operaciones a acciones y TES y modificó el régimen de garantías que debían exigir las bolsas de valores.

n) Resolución 1365[292], sobre cancelación de la inscripción de acciones en bolsa por falta de negociación bursátil.

o) Resolución 1367, que autorizó la inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios de los índices de rentabilidad, índices de divisas e índices bursátiles negociables en las bolsas de valores y autorizó la realización de operaciones de opciones sobre contratos de índices. Estos contratos, como nuevos activos financieros, se constituyeron en importantes instrumentos de cobertura de riesgos[293].

[291] Antecedente de los instrumentos financieros derivados.

[292] Modificada por la res. 703 de 1999.

[293] Antecedente de los instrumentos financieros derivados.

En 1997 se expidió el decreto 2805 por el cual se extendió la modalidad de uso de red de establecimientos de crédito a otros productos y servicios de las entidades vigiladas por la Superintendencia de Valores.

En este año la Superintendencia de Valores expidió, entre otras, las siguientes disposiciones:

a) Resolución 209, que modificó las operaciones de cumplimiento financiero extendiéndolas a los contratos sobre índices de rentabilidad, índices de divisas e índices bursátiles.

b) Resolución 107, que estableció, dentro de la competencia de la Superintendencia de Valores, los títulos y condiciones en que podían invertir los fondos de pensiones e invalidez voluntarios, administrados por sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías, sociedades fiduciarias y compañías de seguros.

c) Resolución 364, que estableció la obligación de calificar los bonos emitidos por entidades públicas, siempre y cuando no fueran avalados por un establecimiento de crédito.

d) Resolución 571, por la cual se reglamentaron en el proceso de ofertas públicas de adquisición, las ofertas concurrentes y las ofertas públicas de intercambio.

e) Resolución 1275, que modificó los requisitos exigidos a los intermediarios para inscribirse en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y estableció las sanciones por intermediación irregular.

f) Resolución 1278, por la cual se fijaron las reglas para que las sociedades comisionistas de bolsa pudieran realizar operaciones en el mercado mostrador y los mecanismos de información para la intervención de las entidades financieras en el citado mercado.

g) Resolución 1395, por la cual se reglamentó el calce automático en la negociación de acciones y se ordenó el ajuste a los reglamentos de transacción de las bolsas de valores.

h) Resolución 598, por la cual se autorizó la celebración de contratos de corresponsalía a las sociedades comisionistas de bolsa para promoción de los negocios.

i) Resolución 707, por la cual se fijaron los requisitos para la inscripción de bonos pensionales en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

j) Resolución 706, por la cual se autorizó la inscripción automática de títulos emitidos en procesos de titularización estructurados por medio de fondos de valores cerrados.

k) Resolución 707, por la cual se autoriza a las sociedades comisionistas de bolsa realizar operaciones de administración de portafolios de terceros.

l) Resolución 746, por la cual se autoriza a las sociedades comisionistas de bolsa realizar operaciones de transferencia temporal de valores y operaciones de ventas en corto.

También en 1997 debe mencionarse la circular externa 6 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, que estableció el Programa de Creadores del Mercado de deuda pública.

De lo ocurrido durante 1998 debe resaltarse la aprobación de la Ley 446, mediante la cual se dictaron las disposiciones sobre descongestión, eficiencia y acceso a la justicia, y se reguló el ejercicio de funciones jurisdiccionales por la Superintendencia de Valores en lo que ese refiere a la protección de accionistas minoritarios, así como la Ley 454 que estableció la competencia de la Superintendencia de Valores para inspeccionar, vigilar y controlar los fondos mutuos de inversión. De igual manera, deben mencionarse el decreto 2331, norma de emergencia económica que impuso el tributo a las transacciones financieras; el decreto 2805 que reglamentó el uso de redes en los establecimientos de crédito para la comercialización de productos y servicios de entidades vigiladas por la Superintendencia de Valores, y el decreto 1514 que reglamentó el Estatuto Tributario en materia de documento equivalente a la factura para las sociedades comisionistas de bolsa, la exención de impuesto de timbre en la negociación de títulos valores, la retención en la fuente en contratos de futuros, el IVA sobre comisiones, las operaciones cambiarias derivadas de contratos de futuros, la renta no gravada sobre rendimientos financieros reconocidos a los partícipes de fondos de inversión, fondos de valores y fondos comunes y la retención en operaciones de transferencia temporal de valores.

La Superintendencia de Valores expidió en 1998 las siguientes resoluciones:

a) Resolución 143, que estableció el nuevo régimen aplicable al registro de órdenes y operaciones en los sistemas electrónicos de órdenes para compra y venta de valores y al registro de operaciones en el mercado mostrador.

b) Resolución 144, que fijó nuevas condiciones para las garantías de las operaciones a plazo que podían realizarse por intermedio de las bolsas de valores.

c) Resolución 165, que modificó el régimen de operaciones de remate y martillo que podían realizar las bolsas de valores para facilitar los procesos de privatización.

d) Resolución 334, que estableció el régimen de garantías en las operaciones de martillo para rematar acciones en el mercado primario.

e) Resolución 378, sobre el trámite y la competencia de la Superintendencia de Valores para resolver las quejas y reclamos de los ciudadanos.

f) Resolución 500, mediante la cual se autorizó a las sociedades comisionistas de bolsa para realizar corretaje sobre valores de deuda pública.

g) Resolución 505, que estableció las inversiones autorizadas a los fondos de inversión de capital extranjero.

h) Resolución 533, que definió el Plan Único de Cuentas para los fondos mutuos de inversión.

i) Resolución 838, por la cual se autorizó a los patrimonios autónomos y al Fondo de Garantías de Instituciones Financieras para que emitieran papeles comerciales.

j) Resolución 1062, que previó el procedimiento de calificación de valores.

k) Resolución 1063, por la cual se autorizó a las sociedades calificadoras de valores para que desarrollaran otras actividades análogas a la calificación de valores.

En 1999, el Congreso de la República aprobó las siguientes leyes de particular relevancia para el mercado de valores:

a) Ley 506, por medio de la cual se modificó el artículo 58 de la Ley 182 de 1995[294] y se estableció que las transacciones que se realizaran en bolsas de valores sobre acciones de empresas concesionarias de espacios o frecuencias de canales de televisión y cuyo beneficiario fuera una persona que hubiese sido condenada en cualquier época a pena privativa de la libertad, no producirían efecto alguno y por consiguiente sería causal de nulidad absoluta de la transacción y no afectaría en manera alguna el contrato o la licencia otorgada a estas sociedades.

b) Ley 508, por medio de la cual se aprobó el Plan de Desarrollo para los años 1999-2002 y consagró las siguientes normas relacionadas con el mercado público de valores:

• Se definieron las reglas para desarrollar los programas relacionados con la llegada del año 2000 y el riesgo de una emergencia por fallas tecnológicas que pudieran presentarse ante la incapacidad de los equipos electrónicos de asimilar el cambio de milenio (art. 4º, num. 19).

[294] Esta ley reguló el servicio de televisión en el país.

• Se autorizó a Finagro para negociar títulos valores sobre subyacentes agropecuarios y respaldar, avalar y garantizar la emisión de dichos títulos, de conformidad con las normas del mercado de valores (art. 39).

• Se autorizó al gobierno nacional para emitir bonos agrarios redimibles a diez años (art. 43).

• Se estableció la obligación para las bolsas de bienes y productos agropecuarios y agroindustriales, de constituirse como sociedades anónimas y se les autorizó para realizar operaciones sobre valores y derivados financieros, sobre bienes y productos, así como para desarrollar mercados de futuros y opciones (art. 45[295]).

• Se estableció la exención del impuesto sobre las siguientes transacciones financieras[296]: operaciones de liquidez del Banco de la República conforme a lo previsto en la Ley 31 de 1992; operaciones en moneda nacional de las entidades vigiladas por las Superintendencias Bancaria y de Valores con el Banco de la República, incluido el canje y los créditos interbancarios; las operaciones de reporto celebradas entre entidades financieras, sobre cartera o títulos; las transacciones del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras; la compensación y la liquidación de operaciones en los depósitos centralizados de valores y en las bolsas de valores y los pagos realizados en desarrollo de la función de administración profesional de valores; la emisión de cheques de gerencia con cargo a la cuenta corriente o de ahorro del ordenante, y la transferencia de recursos a cuentas de depósito en el Banco de la República con cargo a cuentas corrientes o de ahorro del mismo titular (art. 125).

• Disposiciones para asegurar el cumplimiento de la finalidad perseguida por el artículo 60 de la Constitución Política en la venta de acciones de empresas públicas sometidas a procesos de privatización, a los trabajadores y al sector solidario. Por lo tanto, se estableció la posibilidad de fijar límites en función del patrimonio u otros indicadores

[295] Según el parágrafo de esta disposición, los valores a que se refiere son aquellos representativos de mercancías disponibles o futuras y los emitidos como resultado de procesos de titularización desarrollados sobre bienes o flujos de caja referidos a subyacentes agropecuarios o agroindustriales.

[296] Gravamen establecido por el decr. 2331 de 1998. Posteriormente se expidieron las siguientes leyes sobre el gravamen a los movimientos financieros para prorrogar su vigencia y, llevarlo del 2 x 1000 al 4 x 1000: 508 de 1999, L 608 de 2000, 633 de 2000, 863 de 2003 y 1111 de 2006. Sobre este tema debe mencionarse el decr. 2578 de 1999 que identificó las cuentas para el pago de la liquidación y compensación, y la administración de valores para los fines de este impuesto.

financieros con el fin de evitar conductas que atentaran contra dicha finalidad y se facultó a la Superintendencia de Valores para declarar la ineficacia de la operación cuando ello correspondiera en los términos de la Ley 226 de 1995 (art. 130).

c) Ley 510, mediante la cual se adelantó una reforma substancial al sistema financiero, asegurador y al mercado público de valores. En esta ley se incluyeron las siguientes normas sobre el mercado de valores:

• Se fijaron nuevas reglas sobre capital mínimo de las sociedades comisionistas.

• Se estableció la posibilidad de que cualquier persona natural o jurídica pudiera ser accionista de las bolsas de valores, el número de acciones que debían poseer las sociedades comisionistas miembros de la bolsa, la posibilidad de distribuir utilidades en efectivo en las bolsas de valores y el máximo de participación que podía tener un mismo beneficiario real en una bolsa[297].

• Se otorgaron facultades al gobierno nacional para dictar normas sobre la negociación de futuros, opciones y otros instrumentos derivados y sobre la liquidación y compensación de tales contratos.

• Se establecieron inhabilidades e incompatibilidades para los administradores de las sociedades comisionistas de bolsa.

• Se fijaron las reglas para la toma de posesión y programas de restablecimiento de entidades del mercado de valores.

• Se autorizó la organización de centros de arbitraje y conciliación en las bolsas de valores.

• Se autorizó a las sociedades comisionistas de bolsa para ser intermediarios cambiarios.

• Se fijaron reglas sobre vigilancia de los procesos de titularización.

• Se establecieron normas sobre endeudamiento de sociedades comisionistas y calificadoras de valores.

• Se fijaron las reglas sobre uso de redes de oficinas de establecimientos de crédito.

• Se establecieron reglas sobre sociedades de inversión colectiva cuyo objeto principal consistiera en la adquisición de bienes inmuebles con el fin de enajenarlos, titularizarlos, arrendarlos y, en general, de realizar cualquier acto de comercio sobre los mismos.

[297] Bases para el inicio del proceso de desmutualización en las bolsas de valores.

d) Ley 526, por la cual se creó la Unidad de Información y Análisis Financiero (UIAF) y cuya función principal sería la detección de prácticas asociadas al lavado de activos.

e) Ley 546, sobre financiación de vivienda. Esta ley autorizó como mecanismo de financiación, la emisión de bonos hipotecarios desmaterializados y negociables en las bolsas de valores, respecto de los cuales a la Superintendencia de Valores se le facultó para fijar las condiciones de emisión y colocación. Así mismo, se autorizaron las sociedades titularizadoras.

f) Ley 549, mediante la cual se dictaron normas para financiar el pasivo pensional de las entidades territoriales. En esta norma se establecieron las características de los bonos pensionales y la posibilidad de su negociación en bolsas de valores.

g) Ley 527, por medio de la cual se definió y reglamentó el acceso y uso de los mensajes de datos del comercio electrónico y de las firmas digitales, y se establecieron las entidades de certificación. En el artículo 2º, literal b) se estableció la posibilidad de utilizar el comercio electrónico en todo tipo de operaciones financieras, bursátiles y de seguros.

h) Ley 550[298], por la cual se estableció un régimen para promover y facilitar la reactivación empresarial y la reestructuración de los entes territoriales para procesar la función social de las empresas y el desarrollo armónico de las regiones. Esta ley autorizó la emisión de acciones y bonos de riesgo a las empresas en reestructuración.

En este año se expidieron los siguientes decretos sobre el mercado público de valores:

a) Decreto 1173, sobre la intervención del Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Esta norma trató especialmente las funciones del Viceministerio Técnico y de la Dirección de Regulación General Financiera y Cooperativa en las políticas y regulaciones de las actividades del mercado de valores.

b) Decreto 2418, que determinó el procedimiento aplicable a la liquidación de entidades financieras y a las entidades vigiladas por la Superintendencia de Valores, en virtud de lo dispuesto por el artículo 64 de la Ley 510 de 1999.

Entre tanto, la Superintendencia de Valores expidió las siguientes disposiciones:

a) Resolución 70, por la cual se regularon la ofertas públicas de democratización.

[298] Reglamentada, entre otros, por el decr. 2250 de 2000.

b) Resolución 702, por medio de la cual se consagró la inscripción automática de bonos de deuda emitidos por el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras y se determinó que para su oferta pública no se requería de autorización por parte de la Superintendencia de Valores.

En el año 2000 se expidieron las siguientes leyes con incidencia en el mercado público de valores:

a) Ley 590, sobre acceso a los mercados financieros y democratización para promover el desarrollo de las micro, pequeñas y medianas empresas.

b) Ley 599, por medio de la cual de expidió el nuevo Código Penal que consagró como delitos vinculados con el mercado de valores las siguientes conductas:

• Utilización indebida de información privilegiada (art. 258[299]): "El que utilice información conocida por razón de su profesión u oficio, para obtener para sí o para un tercero, provecho mediante la negociación de determinada acción, valor o instrumento registrado en el Registro Nacional de Valores [...]".

• Pánico económico (art. 302): "El que divulgue al público o reproduzca en un medio o en un sistema de comunicación público información falsa o inexacta que pueda afectar la confianza de los clientes, usuarios, inversionistas o accionistas de una institución vigilada o controlada por la Superintendencia Bancaria o por la Superintendencia de Valores o en un Fondo de Valores [...]".

• Utilización indebida de fondos captados del público (art. 314): "El director, administrador, representante legal o funcionario de las entidades sometidas a la inspección y vigilancia de las Superintendencias Bancaria, de Valores o de Economía Solidaria, que utilizando fondos captados del público, los destine sin autorización legal a operaciones dirigidas a adquirir el control de entidades sujetas a la vigilancia de las mencionadas superintendencias, o de otras sociedades [...]".

• Manipulación fraudulenta de especies inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (art. 317): "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 o efectúe maniobras fraudulentas con la intención de alterar la cotización de los mismos".

Los decretos de mayor importancia expedidos en el año 2000 en aspectos del mercado de valores, fueron los siguientes:

[299] Modificado por la Ley 1474 de 2011.

a) Decretos 1608[300] y 1609 por los cuales, respectivamente, se modificó la estructura de la Superintendencia de Valores y se delegaron unas funciones en cabeza de dicha entidad.

b) Decreto 2025, que definió, entre otros temas, cuándo una operación es de compensación y liquidación para los fines del impuesto a las transacciones financieras.

c) Decreto 2080, por el cual se expidió el régimen general de inversiones de capital del exterior en Colombia y de capital colombiano en el exterior. Esta norma consagró el régimen general de la inversión de capital extranjero de portafolio mediante fondos de inversión de capital extranjero (Cap. III del Tít. III). Entre otros contenidos, se refiere a las modalidades de fondos, requisitos, limitaciones, obligaciones del administrador, las inversiones autorizadas, derechos cambiarios y otras garantías.

La Junta Directiva del Banco de la República expidió en el año 2000, la resolución 8 en la cual compendió el régimen de cambios internacionales. En esta norma se reglamentó la actividad de las sociedades comisionistas de bolsa como intermediarios cambiarios, las operaciones cambiarias autorizadas y las obligaciones generales y especiales.

La Superintendencia de Valores expidió en el año 2000, las siguientes resoluciones:

a) Resolución 333, sobre inscripción y cancelación de acciones en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, inscripción automática y autorización de oferta pública de títulos emitidos en procesos de titularización estructurados a través de fondos de valores escalonados y cerrados y deberes de información de entidades territoriales.

b) Resolución 334, sobre deberes de información de los emisores de bonos de riesgo, requisitos en general para la emisión de bonos, representación de tenedores de bonos y exigencias para la emisión de bonos por entidades públicas.

c) Resolución 337, por la cual se modificó el régimen de constitución y administración de fondos de valores y se fijó la clasificación de los fondos de inversión en ordinarios y especiales.

d) Resolución 520, por la cual se regularon las operaciones del mercado cambiario, en consonancia con la resolución 8 de 2000 de la Junta Directiva del Banco de la República.

[300] Esta norma derogó los decrs. 2739 de 1991 y 2115 de 1992.

e) Resolución 521, por la cual se modificó el régimen de los fondos de valores abiertos y cerrados y de los fondos de inversión especiales cerrados y abiertos, y se dictaron normas sobre corresponsalía local.

f) Resolución 782, por la cual se establecieron reglas sobre la seguridad, transparencia, competencia, y demás requerimientos para el buen funcionamiento de los sistemas centralizados de operaciones.

También se debe mencionar la reforma tributaria contenida en la Ley 633 mediante la cual se reguló el gravamen a los movimientos financieros y se incluyeron exenciones a dicho gravamen relacionadas con las operaciones en el mercado financiero y de valores, exenciones en la utilidad por enajenación de acciones inscritas en bolsa y en las utilidades originadas en procesos de democratización de sociedades, realizados mediante oferta pública.

Durante el año 2001 se expidieron los siguientes decretos de relevancia para el mercado de valores:

a) Decreto 21, por medio del cual se autorizó la inversión a ciertas entidades del mercado de valores en las sociedades titularizadoras de objeto exclusivo.

b) Decreto 257, por el cual se reglamentó parcialmente la Ley 550 de 1999 en lo relacionado con el régimen de los bonos de riesgos.

c) Decreto 648[301], por el cual se reglamentó la inversión de los excedentes de liquidez de las empresas industriales y comerciales del Estado y de las sociedades de economía mixta, dedicadas a actividades no financieras.

d) Decreto 771, por medio del cual se dictaron disposiciones relacionadas con la titularización hipotecaria y las sociedades titularizadoras previstas en la Ley 546 de 1999.

Por su parte, la Superintendencia de Valores dictó las siguientes resoluciones de importancia durante el año 2001:

a) Resolución 270, por la cual se autorizó la constitución de la sociedad Bolsa de Valores de Colombia S. A. en virtud de la integración de las tres bolsas de valores que operaban en el país (de Bogotá, de Occidente y de Medellín).

b) Resolución 69, por la cual se autorizó el funcionamiento de los sistemas centralizados de operaciones en el mercado público de valores.

c) Resolución 70, por la cual se modificó integralmente el régimen de los fondos de valores y los fondos de inversión[302].

[301] Derogado por el decr. 538 de 2008, derogado a su vez por el decr. 1525 de 2008.

[302] Hoy en día, fondos de inversión colectiva.

d) Resolución 138, sobre estructura de riesgos, control interno y fondos de garantías de las sociedades comisionistas de bolsa. Esta norma facilitó la integración de las bolsas que operaban en el país en una sola bolsa.

e) Resolución 275, por la cual se establecieron los requisitos que debían acreditar en materia de gobierno corporativo los emisores, personas jurídicas públicas y privadas, que pretendieran ser destinatarios de la inversión de recursos de los fondos de pensiones. Esta norma se considera el principal antecedente de la incorporación de reglas de gobierno corporativo para los emisores de valores.

En el año 2002 se destaca el decreto 406, por medio del cual el gobierno nacional reglamentó parcialmente el Estatuto Tributario, y dispuso que las utilidades que los fondos mutuos de inversión, fondos de inversión y fondos de valores abonaran a sus afiliados, no constituían renta ni ganancia ocasional en la parte correspondiente al componente inflacionario de los rendimientos financieros recibidos por el fondo, cuando estos provinieran de entidades financieras, títulos de deuda pública y valores emitidos por sociedades anónimas, entre otros.

A su vez, en el año 2002, la Superintendencia de Valores expidió las siguientes disposiciones:

a) Resolución 116, sobre prácticas ilegales, no autorizadas e inseguras en la representación de accionistas en asambleas de sociedades emisoras.

b) Resolución 157, referente a usos y prácticas sanos del mercado público de valores. Esta norma prohibió las operaciones preacordadas en sistemas transaccionales.

c) Resoluciones 137 y 179 sobre estandarización y homogeneización de las características de valores de contenido crediticio o mixto que fueran objeto de oferta pública.

d) Resolución 234, por la cual se expidió el Plan Único de Cuentas —PUC— para las sociedades titularizadoras vigiladas.

e) Resolución 352, sobre inscripción anticipada y programas de emisión y colocación de valores.

f) Resolución 542, por la cual se señalaron los requisitos y condiciones para la emisión y colocación de bonos hipotecarios, en el marco del sistema especializado de financiación de vivienda a largo plazo.

En 2003 se expidió la Ley 795, mediante cual se ajustaron algunas normas del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero. Aunque no se modificaron normas de importancia para el mercado de valores, se creó

el comité de coordinación para el seguimiento al sistema financiero integrado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, el Banco de la República, la Superintendencia Bancaria, la Superintendencia de Valores y el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras y se autorizó a la Superintendencia de Valores para afiliarse a agremiaciones internacionales de organismos de regulación o supervisión del mercado de valores. En particular, la ley autorizó de manera explícita la afiliación a la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO)[303].

En este año la Superintendencia de Valores expidió la resolución 204, por la cual se inscribió el patrimonio autónomo denominado Fondo de Garantías de las Sociedades Comisionistas de la Bolsa de Valores de Colombia —FOGACOL—, en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios. También se expidió la resolución 513, sobre las reglas de patrimonio adecuado que deberían observar las sociedades comisionistas de bolsa.

Durante el año 2004 se expidieron varias disposiciones referentes al mercado de valores. Su relación es la siguiente:

a) Decreto 203[304], que modificó la estructura de la Superintendencia de Valores.

b) Decreto 2211, por medio del cual se adoptó el reglamento de la toma de posesión y liquidación forzosa de las entidades financieras. Esta norma dispuso que después de la toma de posesión, la Superintendencia Bancaria debería, en un término no mayor a dos meses, decidir si la entidad vigilada debía ser objeto de liquidación, si era posible colocarla en condiciones de desarrollar adecuadamente su objeto social, o si se podían realizar otras operaciones que permitieran conseguir mejores condiciones para que los depositantes, ahorradores e inversionistas pudieran obtener el pago total o parcial de sus acreencias.

c) Decreto 307, mediante el cual el gobierno nacional dispuso que la emisión de títulos por las sociedades titularizadoras y sociedades fiduciarias, representativos de títulos emitidos por los establecimientos de crédito, entidades del sector solidario, cooperativas financieras, fondos de empleados y el Fondo Nacional del Ahorro, sobre créditos otorgados para financiar la construcción y la adquisición de vivienda, sería una especie del género de titularización de cartera hipotecaria prevista en la Ley 546 de 1999 (sobre financiación de vivienda).

[303] IOSCO es actualmente el principal foro mundial en materia de cooperación de los organismos reguladores de los mercados de valores.

[304] Esta norma derogó el decr. 1608 de 2000.

d) Resolución 3331, por medio de la cual el gobierno nacional reglamentó el Programa de Creadores de Mercado para Títulos de Deuda Pública, integrado por la agrupación de bancos, corporaciones financieras y comisionistas de bolsa, denominados creadores de mercado y aspirantes a creadores de mercado, encargados de las labores de compra, comercialización y estudio de la deuda pública interna de la Nación, y cuya finalidad era fomentar adecuadas condiciones de financiación para la Nación en el mercado de capitales interno.

La Superintendencia de Valores, dictó en 2004 las siguientes normas:

a) Resolución 396, sobre promoción preliminar de valores.

b) Resolución 397, sobre la autorización de oferta pública de valores que forma parte de un programa de emisión y colocación.

c) Resolución 398, sobre prohibiciones a las sociedades emisoras de bonos.

d) Resolución 690, por medio de la cual se estableció el patrimonio adecuado y la relación de solvencia que debían tener las sociedades titularizadoras.

e) Resolución 948, por la cual se precisó el objeto, régimen aplicable e información en los contratos de corresponsalía que podían celebrar las sociedades comisionistas de bolsa de valores establecidas en Colombia con intermediarios de valores, firmas de valores, sociedades administradoras de fondos de valores, fondos de inversión o esquemas de inversión colectiva y bancas de inversión, establecidas fuera del territorio nacional, cuyo objeto sería la promoción de productos y servicios del mercado de valores de entidades extranjeras, en territorio colombiano o a sus residentes.

En 2005, la Superintendencia de Valores expidió la resolución 470 sobre fondos de capital privado.

En julio de 2005, el Congreso aprobó la Ley 964, denominada Ley de Valores[305]. La Ley de Valores suprimió la Sala General de la Superintendencia de Valores, determinó que la intervención del Estado en el mercado de valores, en materia de regulación, se haría mediante normas de carácter general y sentó las bases para la fusión de las Superintendencias Bancaria y de Valores. A partir de la expedición de la Ley de Valores, el gobierno nacional, mediante decretos, adelantó sendas modificaciones al régimen del mercado de valores, las cuales

[305] La Ley de Valores abandonó la noción de mercado "público" de valores que había sido consagrada por el art. 6º de la Ley 32 de 1979.

son materia de estudio detallado por los autores de esta obra. Hasta el mes de julio de 2010, dichos decretos modificaron o adicionaron las resoluciones 400 y 1200 de 1995, de la Superintendencia de Valores, con el propósito de unificar en estos dos cuerpos integrales las normas del mercado de valores. No obstante, en julio de 2010, el gobierno nacional expidió el decreto 2555 o decreto único, por el cual se recogieron y reexpidieron las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores (decretos de intervención y reglamentarios) y se derogaron las resoluciones 400 y 1200 de 1995 de la Superintendencia de Valores, así como los decretos que habían modificado o adicionado tales resoluciones, y los demás decretos que habían sido recogidos en las citadas normas.

A partir de la expedición del decreto 2555 de 2010, el gobierno nacional ha intervenido en el sector financiero, asegurador y del mercado de valores mediante la expedición de numerosas normas que modifican a adicionan dicho decreto.

Por último, es necesario mencionar el decreto 4327 de 2005, mediante el cual se fusionaron las Superintendencias Bancaria y de Valores, se modificó su estructura, y se adoptó para la nueva entidad la denominación de Superintendencia Financiera de Colombia.

No se mencionan en esta reseña las leyes y demás normas del mercado de valores expedidas con posterioridad a la Ley 964 de 2005, pues como se dijo, su relación y explicación corresponde a los diferentes temas que se desarrollan en esta obra.

BIBLIOGRAFÍA

A) *Doctrina*

CABALLERO ARGÁEZ, CARLOS y URRUTIA MONTOYA, MIGUEL: *Historia del sector financiero colombiano en el siglo XX – Ensayos sobre su desarrollo y sus crisis*, Bogotá D. C., Grupo Editorial Norma, 2006.

Comisión Nacional de Valores, *Antecedentes de las principales normas del Mercado Público de Valores,* Bogotá D. C., Imprenta Nacional de Colombia, 1991.

Comisión Nacional de Valores, *El Mercado Público de Valores en Colombia, Principales disposiciones legales vigentes,* 2ª ed., Bogotá D. C. 1987.

Comisión Nacional de Valores, *El Mercado Público de Valores en Colombia, Principales disposiciones legales vigentes,* 3ª ed., Bogotá D. C., 1989.

Comisión Nacional de Valores, *Informe de Labores 1988-1989,* Bogotá D. C., 1989.

Comisión Nacional de Valores, *Informe de Labores 1989-1990*, Bogotá D. C., 1991.

Comisión Nacional de Valores, *Informe de Labores 1990*-1991, Bogotá D. C. 1991.

Comisión Nacional de Valores, *Legislación Concordada,* vol. 1, agosto de 1983.

De Paula Pérez, Francisco: *Derecho constitucional colombiano,* Bogotá D. C., Biblioteca de la Universidad Javeriana, Librería Voluntad S. A., 1942.

Estatutos y Reglamentos de la Bolsa de Bogotá, Bogotá D. C., 1975.

Legislación Concordada, Comisión Nacional de Valores, 1983.

Lodewijk, Petram: *The Worlds first Stock Exchange* [en línea]. Columbia Business School, disponible en *www. LodewijkPetram.nl/index-eng.html* [consulta: octubre 15 de 2014].

Martínez Neira, Néstor Humberto: *Intervención del Estado en el mercado público de valores*, Bogotá, Edit. Temis, 1986.

Meisel Roca, Gustavo Adolfo: *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá, Edit. Banco de la República, 1990.

—*La banca libre 1870-1886*, en Revista Credencial Historia núm. 135, Bogotá, Marzo, 2001.

Ministerio de Hacienda de la República de Colombia, Banco Mundial y Fedesarrollo. *Informe Misión de Estudios sobre el Mercado de Capitales,* Bogotá D. C., 1996.

Ortega Torres, Jorge: *Código de Comercio Terrestre*, Bogotá D. C., Edit. Temis, 1953.

Pérez Escobar, Jacobo: *Legislación bancaria,* Bogotá D. C., Editorial Horizontes, 1970.

Robledo Uribe, Emilio: *Instrumentos negociables,* Bogotá D. C., Editorial Pax, 1945.

Superintendencia Bancaria: Fondo de Previsión de Empleados de la Superintendencia Bancaria, *Últimas disposiciones sobre el mercado bursátil*, Bogotá, 1980.

Superintendencia Bancaria: *Principales normas sobre bancos comerciales,* Bogotá D. C., 1981.

Superintendencia de Valores, *Informes de Labores 1992,* Bogotá D. C., 1992.

Superintendencia de Valores, *Informes de Labores, 1993 - Primer Semestre de 1994,* Bogotá D. C., 1994.

Superintendencia de Valores, *Informes de Labores, Segundo Semestre de 1994 - Primer Semestre 1995*, Bogotá D. C., 1995.

Superintendencia de Valores, *Informes de Labores, Segundo Semestre de 1996 - Primer Semestre 1997*, Bogotá D. C., 1997.

Superintendencia de Valores, Oficina Jurídica, *Normas Vigentes del Mercado Público de Valores*, Bogotá D. C., 1996.

Superintendencia de Valores, *Régimen del Mercado Público de Valores*, Bogotá D. C., Lexel S. A., 1995.

TOVAR ZAMBRANO, BERNARDO: *La intervención económica del estado en Colombia, 1914-1936*, Bogotá D. C., Biblioteca Banco Popular, 1984.

B) *Normativa*

Código Civil Colombiano.

Código de Comercio Colombiano.

Constitución Política de 1886.

Constitución Política de 1991.

Anexo 2

Las crisis en los mercados de valores y su incidencia en la regulación

Germán Darío Abella Abondano

La regulación del mercado de valores ha surgido, en no pocas ocasiones, como resultado de una crisis o de una situación puntual que generalmente ha afectado de manera grave la confianza de los inversionistas, bien jurídico tutelado por casi todos los países que cuentan con un mercado de valores establecido. Por esta razón, el Grupo Base consideró necesario hacer una relación sucinta de las crisis más relevantes en los diferentes mercados de valores y la conexión entre estas y la expedición de la normativa en tales mercados.

Ciertamente, en la historia del mercado bursátil[306] se pueden identificar varias crisis[307], en el mundo y en Colombia. En algunos casos se ha tratado de escándalos bursátiles, más que de crisis. Unos y otras se han originado por diversas causas, la mayoría de las cuales han estado interrelacionadas, de una u otra forma, con otros mercados del sistema financiero[308], o con sectores económicos, y en algunos casos se han originado en dichos mercados o sectores.

A continuación intentaremos hacer un resumen cronológico y comprensivo de estas circunstancias, que a la vez marcan fases en la historia del derecho bursátil[309], de sus diversas causas y de las medidas que han tomado las autoridades, en especial de orden regulatorio. Aclaramos que tales medidas, en la mayoría de las ocasiones, han estado

[306] Sinónimo de mercados de valores.

[307] A pesar de que el significado de la palabra crisis no es el más exacto para identificar un colapso, una caída o un *crack* en el mercado de valores, la utilizaremos con ese significado, dado que es de uso común para identificar tal situación.

[308] Como el bancario o el asegurador.

[309] Las reacciones de las autoridades desde el punto regulatorio generan muchas veces los cambios que marcan las etapas en que se divide la historia del derecho bursátil.

orientadas más a amortiguar sus efectos, que a prevenir las causas de futuras crisis.

1. LAS CRISIS EN EL MUNDO

La historia del mercado de valores comienza con las bolsas, instituciones que tienen su origen en los mercados y ferias de los comerciantes cuando resurgió el comercio en la Edad Media[310]. Por lo tanto, desde su inicio y por muchos años las crisis de los mercados de valores fueron las crisis o las "caídas" de las bolsas.

Precisamente, al comenzar la Edad Moderna en la Bolsa de Amsterdam[311], una de las bolsas más antiguas del mundo, se produjo la primera crisis financiera de la historia. Esta crisis, que hoy se conoce como la crisis o la burbuja de los tulipanes[312], estalló a principios de 1637 y, como su nombre lo indica, se originó en la especulación sobre el precio de los bulbos de tulipán, cuyo valor alcanzó niveles desmedidos, dando lugar a una gran burbuja y cuando el precio se desplomó, se presentó la primera crisis financiera mundial.

Esta crisis tuvo su origen en una de las causas quizá más corrientes de las crisis o de los escándalos de los mercados de valores: la especulación. No obstante, debe advertirse que la especulación es inherente a los mercados de valores, razón por la cual no se puede calificar como buena o mala, sino más bien como proporcionada o desproporcionada. La especulación es desproporcionada cuando un hecho o fenómeno incide de manera material y anormal sobre la apreciación de los activos, creando distorsiones en su valor y generando una burbuja económica o

[310] El comercio prácticamente había desaparecido con ocasión de las invasiones bárbaras y resurgió en la Edad Media. HENRI PIRENNE, *Historia económica y social de la Edad Media*, México D. F., Fondo de Cultura Económica, 2003.

[311] Esta bolsa fue fundada en 1530. Ver ANDREAS FLECKNER, KLAUS J. M. HOPT, *Estudios de derecho de sociedades y del mercado de valores. Evolución del derecho bursátil*, Madrid, Marcial Pons, 2010, pág. 329. No obstante, algunos textos refieren que fue fundada en 1602, con el propósito de negociar las acciones de la Compañía Holandesa de las Indias Orientales. Ver PETRAM LODEWIJK, *The Worlds first Stock Exchange* [en línea] Columbia Business School. Disponible en *www. LodewijkPetram.nl/index-eng.html* [consulta: octubre 15 de 2014].

[312] VÍCTOR RUIZ DE ALMIRÓN, *Tulipanes, la primera burbuja especulativa de la historia* [en línea], disponible en *http://www.abc.es/economia/20130615/abci-tulipanes-burbuja-especulativa-201306142107.html* [consulta: 3 de abril de 2016], ver JAVIER ALFAYETE, *Las diez grandes crisis históricas (I): Los tulipanes* [en línea], disponible en *http://accionesdebolsa.com/las-diez-grandes-crisis-historicas-i.html* [consulta: 3 de abril de 2016].

financiera[313]. Por ello, a partir de esta crisis, el reto de las autoridades ha sido el de evitar que los operadores lleven a los mercados a situaciones extremas de riesgo como resultado de la especulación, situación que se agrava cuando el comportamiento de los operadores no es de buena fe, o está influenciado por un conflicto de intereses. En estos casos las crisis han originado no solo reglas de control de los riesgos de una especulación desproporcionada, sino reglas de naturaleza disciplinaria o incluso de carácter penal.

Un texto de obligada lectura en esta materia es el libro *Confusión de confusiones, Diálogos curiosos entre un filósofo agudo, un mercader discreto y un accionista erudito* [314], publicado en 1688, en Ámsterdam, por el filósofo español José de la Vega. En esta obra el autor describe las prácticas y actividades especulativas, pero especialmente las malas prácticas especulativas en la Bolsa de Ámsterdam.

En 1697, a raíz de unos escándalos en la Bolsa de Londres, el Rey William iii expidió una ley que limitó el número de *brokers* a un cien y que exigió, como hoy, a los operadores obtener una licencia otorgada por el Estado[315].

En 1720 se presentaron dos escándalos bursátiles de resonancia mundial, uno en Inglaterra y otro en Francia, conocidos como "La estafa del Mar del Sur"[316] y "La estafa del Mississippi de John Law"[317], respectivamente. En ambos casos se trató de burbujas ocasionadas por el alza en las cotizaciones de las participaciones en las empresas Compañía de los Mares del Sur y Compañía de Occidente o del Mississippi.

[313] José Luis Machine, "La crisis financiera internacional: su naturaleza y los desafíos de política económica", en *Revista Cepal*, vol. 97, abril 2009, págs 33-56, disponible en *www.cepal.org/publicaciones/xml/7/35847/rve97machinea.pdf* [consulta 3 de abril de 2016].

[314] Este libro es conocido como el primero sobre negociación con valores y acciones y fue escrito con motivo del primer *crack* de una bolsa: la Compañía Holandesa de las Indias Orientales.

[315] John Raithby, "William III, 1696-1697, An Act to restraine the Number and ill Practice of Brokers and Stock-Jobbers", en *Great Britain Record Commission*, 1820 Chapter XXXII. Rot. Parl. 8 & 9 Gul. III. p.11.nu.1, disponible en *http://www.british-history.ac.uk/statutes-realm/vol7/pp285-287* [consulta 3 de abril de 2016].

[316] Para mayor información ver Peter Temin y Hans-Joachin Voth, "Riding the South Sea Bubble", en *American Economic Review*, vol. 94, núm. 5, diciembre de 2004.

[317] Eric Schubert, "Innovations, debts, and bubbles: International integration of financial markets in Western Europe", en *The Journal Of Economic History*, vol. 48, núm. 2, 1988.

El origen del alza extraordinaria en las acciones de estas empresas resultó ser básicamente el mismo y consistió en que las compañías se hicieron cargo de deudas de sus gobiernos y para pagarlas emitieron acciones en el mercado, y a cambio el gobierno les otorgó privilegios o monopolios para el comercio en el nuevo mundo. Los privilegios y los rumores sobre la riqueza del nuevo mundo hicieron que la cotización de las acciones de las compañías subiera extraordinariamente y cuanto más subían las cotizaciones más atractivas se hacían para los inversionistas y las compañías emitían más acciones. Al final las burbujas explotaron, los resultados de las compañías no fueron los esperados, los inversionistas vendieron apresuradamente o buscaron que se les reintegraran sus dineros, sin ningún resultado y, en consecuencia, muchos se arruinaron.

El caso de la Compañía de los Mares del Sur dio lugar a que el Parlamento inglés expidiera una ley para controlar las burbujas, que se conoció como la *Bubble Act* de 1720, que prohibió una serie de actividades consideradas especulativas. Adicionalmente, a raíz de que muchas personas se arruinaron y los bancos sufrieron importantes pérdidas, el Parlamento se vio obligado a adelantar una investigación en 1721 y como resultado se reveló un fraude entre los directores de la Compañía y miembros del gobierno, lo que obligó al Parlamento a expedir nuevas medidas para restablecer la confianza del público y a confiscar los bienes de los responsables.

La regulación expedida como resultado de esta primera etapa de crisis se orientó más hacia la protección de los intereses fiscales del Estado que hacia la protección de los inversionistas[318].

Pero los infortunios no desaparecieron. En el siglo XIX se presentaron muchas crisis bursátiles, la mayoría de ellas en Estados Unidos. En efecto, las más significativas en ese país fueron la de 1819, primera gran crisis financiera; el "Pánico Económico de 1837" de naturaleza especulativa; el "Viernes Negro de 1869", crisis causada por los especuladores James Fisk y Gould Jay, quienes mediante influencias políticas e información privilegiada buscaron acaparar el mercado del oro en Nueva York; la crisis bursátil de 1873 que implicó una recesión hasta 1879, cuyo origen fue la crisis mundial precedida por la caída de la Bolsa de Viena en Austria y, finalmente, los pánicos financieros de

[318] ANDREAS FLECKNER y KLAUS HOPT, *Estudios de derecho de sociedades y del mercado de valores. Evolución del derecho bursátil*, Madrid, Marcial Pons, 2010, págs. 330 a 333.

1884 y 1896, que se caracterizaron por la disminución de las reservas en oro[319].

Además de las crisis reseñadas, hubo dos grandes crisis bursátiles en Europa. La primera de ellas fue la crisis de 1873 que, como se indicó, se inició en Austria con la caída de la Bolsa de Viena[320]. La segunda fue la crisis de 1882 de la Bolsa de Paris, la peor del siglo XIX en Francia, que casi lleva al cierre de la Bolsa de Paris y cuyos corredores quebraron en su mayoría[321].

Un buen de ejemplo sobre como se orientó la regulación que se expidió en el siglo XIX, como reacción a los escándalos bursátiles, es el caso alemán. En efecto, como lo señala el profesor Klaus J. Hopt, al narrar la evolución del derecho bursátil y del derecho de las sociedades anónimas en Alemania[322], la reacción de los responsables de las decisiones políticas para controlar el "embrollo bursátil" fue la regulación de las sociedades anónimas como emisores de los objetos de negociación más importantes (acciones y obligaciones). Señala el profesor Hopt: "En la regulación de la institución de las acciones concurrían dos conceptos básicos, cuya persecución alternativa se demostró posteriormente como una elección entre el cólera y la peste: autoprotección de los inversores o supervisión estatal".

También refiere el profesor Hopt que a partir de la primera reforma de derecho de sociedades anónimas en 1870, se impuso la posición liberal, es decir, la responsabilidad propia de los inversionistas. Sin embargo, un poco más tarde y antes de terminar el siglo XIX, prevaleció la idea de una mayor participación del Estado en la economía y, particularmente, en lo relativo a los mercados de valores, una mayor intervención sobre la bolsas como instituciones, en sus miembros y en los emisores[323].

[319] Ver Sean Wilentz, *The rise of American democracy: Jefferson to Lincoln*. Nueva York, WW Norton & Company, 2010. Milton Friedman y Anna Jacobson Schwartz, *A monetary history of the United States, 1867-1960*, Nueva Jersey, Princeton University Press, 1963.

[320] Ver David Good, "The Great Depression and Austrian Growth after 1873"*, en The Economic History Review*, vol. 31, núm. 2, 1978.

[321] Eugene White, "The Crash of 1882 and the Bailout of the Paris Bourse", en *Cliometrica, Journal of Historical Economics and Econometric History,* Association Française de Cliométrie*,* vol. 1, núm. 2, 2007.

[322] Ob. cit., pág. 337.

[323] En Alemania se expidió la Ley de la Bolsa en 1896.

Las crisis del mercado bursátil en el siglo XX no se hicieron esperar. La centuria comenzó con dos pánicos bursátiles[324] en los años 1901 y 1907, ambos en la Bolsa de Nueva York con una causa común, la disputa entre poderosos inversionistas por el control de compañías listadas. En el primer caso, por el control de la compañía de ferrocarriles Northern Pacific y, en el segundo, por el intento de varias compañías de acaparar las acciones de la United Copper Company. El principal efecto de las dos crisis fue la ruina de miles de pequeños inversionistas[325].

Como parte del resultado de estos dos pánicos, se creó en 1913 la Reserva Federal, la FED[326] por sus siglas en inglés, banco central, autoridad de la política monetaria y supervisor de la actividad bancaria. La FED se creó como un elemento mitigador para las crisis, como banco de los bancos en crisis. Curiosamente en la siguiente crisis, nada pudo hacer la FED para evitarla, ni para sortear la gran depresión que se derivó de la crisis[327].

En 1929 el mundo conoció la más profunda crisis bursátil de todos los tiempos[328]. Esta crisis, que se conoce como el "desplome del mercado de valores de 1929", dio lugar a una dilatada y profunda depresión en el mundo industrializado. Entre las principales causas de esta crisis se encuentra la especulación generada por importantes compañías de inversión y los fondos de inversión que con créditos altamente apalancados intervinieron en los mercados. Pero la especulación también tuvo origen en el auge y expansión de la economía como producto del crecimiento industrial de comienzos del siglo XX. De hecho, los precios subían por la gran demanda de los bienes que producía la industria y con la especulación subían aún más. Así, los años veinte, fueron una época de riqueza y exceso. Sin embargo, el alza se hizo insostenible, los precios de las materias primas comenzaron a descender y, como consecuencia, vino el derrumbe de los mercados de valores. Primero, la caída de la Bolsa de Berlín en 1927. Posteriormente, en 1928 la

[324] Ver ALEXANDER NOYES, "A year after the panic of 1907", en *The Quarterly Journal of Economics,* vol. 23, núm. 2, febrero de 1909.

[325] *Ibidem*.

[326] Federal Reserve Bank, *http://www.federalreserve.gov/*

[327] Ver DAVID WHEELOCK, "Monetary policy in the Great Depression: what the Fed did, and why", en *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 74, marzo/abril de 1992.

[328] Hay quienes afirman que la crisis de 2008 (crisis *subprime*) ha sido la más profunda de la historia. Ver YULIYA DEMYANYK y VAN HEMERT, "Understanding the subprime mortgage crisis", *en Review of Financial Studies*, vol. 24, núm. 6, 2011.

caída de la Bolsa de Bruselas y, finalmente, y como antesala de la crisis más grave y del inicio de la Gran Depresión, se desplomó la Bolsa de París a comienzos de 1929. En Estados Unidos, a mediados de 1929, el mercado conoció la mayor carrera a la baja de la historia de ese país, con graves consecuencias que se sumaron a la caída de las bolsas de los países industrializados de Occidente. El fenómeno fue mundial y el principal impacto fue una profunda y larga recesión en las economías de estos países[329].

El siguiente testimonio[330], que refleja con especial claridad cómo subía el mercado de valores, cómo era la especulación, cómo cayó y los graves momentos que vivieron algunos de los protagonistas, fue escrito por Groucho Marx, uno de los hermanos Marx, conocidos cómicos del teatro estadounidense, que relató su propia experiencia como inversionista en la bolsa estadounidense en 1929:

"Muy pronto un negocio mucho más atractivo que el teatral atrajo mi atención y la del país. Era un asuntillo llamado mercado de valores. Lo conocí por primera vez hacia 1926. Constituyó una sorpresa muy agradable descubrir que era un negociante muy astuto. O por lo menos eso parecía, porque todo lo que compraba aumentaba de valor. No tenía asesor financiero ¿Quién lo necesitaba? Podías cerrar los ojos, apoyar el dedo en cualquier punto del enorme tablero mural y la acción que acababas de comprar empezaba inmediatamente a subir. Nunca obtuve beneficios. Parecía absurdo vender una acción a treinta cuando se sabía que dentro del año doblaría o triplicaría su valor.

"[...] El mercado siguió subiendo y subiendo. Cuando estábamos de gira, Max Gordon, el productor teatral, solía ponerme una conferencia telefónica cada mañana desde Nueva York, solo para informarme de la cotización del mercado y de sus predicciones para el día. Dichos augurios nunca variaban. Siempre eran «arriba, arriba, arriba». Hasta entonces yo no había imaginado que uno pudiera hacerse rico sin trabajar.

"[...]—¿tienes algunas Goldman Sachs?— [...] —respondí (a este juego pueden jugar dos)—, no solo no tengo ninguna, sino que nunca he oído hablar de ellas ¿Qué es Goldman Sachs? ¿Una marca de harinas? Me cogió por ambas solapas y me atrajo hacia si [...]. —¡No

[329] Ver B. S. Bernanke, "Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression", Cambridge, National Bureau of Economic Research, Working Paper 1054. 1983.

[330] Groucho Marx, *Groucho y yo* [en línea], disponible en *http://www.claseshistoria.com/entreguerras/%2Bgrouchomarx.htm#arriba* [consulta: 3 de abril de 2015].

me digas que nunca has oído hablar de las Goldman Sachs!, exclamó incrédulamente. Es la compañía de inversiones más sensacional de todo el mercado de valores. Luego consultó su reloj y dijo: —Hoy es demasiado tarde. La Bolsa está ya cerrada. Pero, mañana por la mañana, [...], lo primero que tienes que hacer es coger el sombrero y correr al despacho de tu agente para comprar doscientas acciones de Goldman Sachs.

"[...]

"Un día concreto, el mercado comenzó a vacilar. Unos cuantos clientes más nerviosos fueron presas del pánico y empezaron a descargarse. Eso ocurrió hace casi treinta años y no recuerdo las diversas fases de la catástrofe que caía sobre nosotros, pero así como al principio del auge todo el mundo quería comprar, al empezar el pánico todo el mundo quiso vender. Al principio las ventas se hacían ordenadamente, pero pronto el pánico echó a un lado el buen juicio y todos empezaron a lanzar al ruedo sus valores que por entonces solo tenían el nombre de tales.

"Luego, un martes espectacular, Wall Street lanzó la toalla y sencillamente se derrumbó. Eso de la toalla es una frase adecuada, porque por entonces todo el país estaba llorando. Algunos de mis conocidos perdieron millones. Yo tuve más suerte. Lo único que perdí fueron doscientos cuarenta mil dólares (o ciento veinte semanas de trabajo, a dos mil por semana). Hubiese perdido más pero era todo el dinero que tenía. El día del hundimiento final, mi amigo, antaño asesor financiero y astuto comerciante, Max Gordon, me telefoneó desde Nueva York. [...] Todo lo que dijo fue: "¡la broma ha terminado!" Antes de que yo pudiese contestar el teléfono se había quedado mudo... se suicidó".

Como consecuencia de la crisis de 1929, el Congreso de Estados Unidos aprobó la *Securities Act* de 1933. Así mismo, en 1934 se aprobó la *Securities Exchange Act* que creó la *Securities Exchange Comission*[331]. Estas leyes, que fueron diseñadas para restaurar la confianza de los inversionistas tuvieron como objetivos principales garantizar que[332] "Las empresas que ofrecen públicamente valores para la inversión deben decir al público la verdad sobre sus empresas, los valores que están vendiendo, y los riesgos involucrados en la inversión.

[331] Comisión de Valores, autoridad máxima del mercado de valores.

[332] United Statess of America Securities and Exchange Commission, *FY annual performance report* [en línea], disponible en *http://www.sec.gov/about/reports/secfy-14congbudgjust.pdf*. [Consulta: 3 de abril de 2016], pág. 9.

”Las personas que venden y transan valores —*brokers, dealers and exchanges*— deben tratar a los inversionistas de manera justa y honesta, poniendo en primer lugar los intereses de los inversionistas”.

Otras disposiciones se aprobaron con ocasión de la crisis: la *Trust Indenture Act* de 1939, cuyo propósito fue proteger a los inversionistas en títulos de deuda, como bonos corporativos y bonos respaldados por hipotecas, la *Investment Company Act* de 1940 sobre la organización de las compañías o fondos de inversión y la *Investment Advisers Act*, también de 1940, que regula los asesores de inversión.

Los efectos de la crisis fueron tan profundos y prolongados que en 1937, en plena depresión, se presentó una nueva crisis en la Bolsa de Nueva York por la caída de los precios de las acciones. Los precios de las acciones cayeron porque el *New Deal* que el presidente Franklin D. Roosevelt propuso para dinamizar la economía, provocó múltiples inquietudes que condujeron a la recesión económica dentro de la misma depresión[333].

Bien se puede afirmar que en la historia de las legislaciones del mercado de valores en el mundo, el hito más importante fue la crisis del mercado de valores estadounidense de 1929. En efecto, la legislación expedida en Estados Unidos a raíz de esta crisis constituyó el pilar en que se sustenta la normativa moderna de los mercados de valores en la mayoría de las legislaciones de los países de Occidente, dio vida al modelo de autoridad encargada de la regulación y supervisión de tales mercados, estableció que los principales objetivos de un Estado frente al mercado de valores son garantizar el acceso a información fidedigna y completa de los valores que se negocian en el mercado y de las empresas que los ofrecen, así como el trato justo y honesto a los inversionistas.

Durante el último cuarto del siglo xx, hubo una sucesión de crisis bursátiles en diferentes países y por distintas causas, que tuvieron en común la capacidad de contagio a otros países. Dichas crisis fueron las siguientes:

• “La crisis de la Bolsa de Londres de 1973”, que llevó a que la Bolsa perdiera el 73 por ciento de su valor. Esta crisis se produjo después de la caída del sistema *Bretton Woods*, el *Nixon Shock*[334] y la

[333] Ver Kenneth Davis, *FDR, the New Deal years, 1933-1937: a history*, Nueva York, Random House, 1986, pág. 34.

[334] El *Bretton Woods System* surgió de un acuerdo global (44 países) para crear un régimen internacional monetario basado en un tipo de cambio estable y fuerte, con el dólar estadounidense como patrón. Se originó en 1944 en Bretton Woods, New Hamp-

devaluación del dólar en Estados Unidos. Esta crisis se hizo más grave con el incremento de los precios del petróleo en octubre de 1973[335] que llevó a una crisis en la economía mundial.

• "La crisis de la Bolsa de Souk Al-Manakh" en Kuwait (1982). Esta Bolsa había experimentado un crecimiento desmedido y colapsó en 1982, entre otras causas, por la crisis económica que vivió Kuwait por la disminución de los precios del petróleo. Esta crisis fue de corta duración[336].

• "El Lunes Negro de 1987". Los mercados de valores de todo el mundo se desplomaron por un tiempo muy breve. La caída comenzó en Hong Kong, se generalizó en los mercados europeos y, posteriormente, en Estados Unidos. Las posibles causas de la crisis aún se discuten, pero algunos señalan que pudieron ser los programas informáticos de *trading* y el pánico en los mercados.

• "La burbuja inmobiliaria y financiera en Japón" en 1990. Esta crisis se produjo a partir de un proceso de valorización de activos financieros e inmobiliarios en Japón, de 1980 a 1990 y dio origen a una prolongada recesión económica en dicho país[337].

• "La Crisis Financiera del Sudeste Asiático" de 1997, conocida como "La Crisis del Fondo Monetario Internacional". Esta crisis inicia en Tailandia en julio de 1997 con la devaluación de su moneda, y por el efecto contagio rápidamente pasó a Corea, Indonesia, Japón y Malasia.

---

shire, Estados Unidos, sobre el concepto de un nuevo orden de la economía mundial y dio lugar a la fundación del Banco Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo (BIRD o Banco Mundial) y del Fondo Monetario Internacional (FMI). Ver ALBERTO GIOVANNINI, *Bretton Woods and its precursors: rules versus discretion in the history of international monetary regimes,* en MICHAEL BORDO y BARRY EICHENGREEN (Editors), *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform,* Chicago, University of Chicago Press, 1993.

Cambios adelantados por el presidente Richard Nixon a las políticas económica y de relaciones exteriores del gobierno estadounidense en 1971.

[335] La tendencia alcista en los precios del petróleo se vio agravada con la guerra del Yom Kippur. Ver LEONARDO MAUGERI, *The age of oil: the mythology, history, and future of the world's most controversial resource*, Londres, Praeger. 2007.

[336] Ver KIRT BUTLER y S. J. MALAIKAH, "Efficiency and inefficiency in thinly traded stock markets: Kuwait and Saudi Arabia", en *Journal of Banking & Finance*, vol. 16, núm. 1, 1992.

[337] Ver KUNIO OKINA, SHIRAKAWA MASAAKI y SHIRATSUKA SHIGENORI, "The asset price bubble and monetary policy: Japan's experience in the late 1980s and the lessons", en *Monetary and Economic Studies* vol. 2, núm. 19, 2001.

Como varias de las crisis antes relacionadas, la del sudeste asiático se origina en la generación de burbujas en los precios de los activos inmobiliarios y acciones, y además en una deficiente regulación y supervisión del sistema financiero. En todos estos países la caída de sus bolsas fue superior al 40 por ciento, lo cual exacerbó la crisis y contagió a los bancos[338]. La intervención del FMI durante la crisis fue controversial y algunos la consideraron dañina. En efecto, el FMI exigió a los países asiáticos, a cambio de su ayuda financiera, un exigente programa de ajuste que al final fracasó. Por ello esta crisis se conoce como la crisis del FMI. El 27 de octubre de ese año y como consecuencia de la crisis del sudeste asiático, el Dow Jones sufrió una de las mayores caídas desde su creación en 1896, y como consecuencia se suspendió la actividad de la Bolsa de Nueva York[339].

• "La Crisis de las Punto Com" en el año 2000. El origen de esta crisis fue el desplome del precio de las compañías de tecnología (Internet) que cotizaban en los mercados de valores de Estados Unidos y cuyo valor había estado al alza prácticamente durante toda la década de los noventa. El impacto de esta crisis fue limitado a las compañías de tecnología y no se presentó un contagio relevante hacia otros países[340].

• "La Crisis del Gobierno Corporativo en el Mercado de Valores". Dos casos emblemáticos de corrupción y fraude corporativo en empresas emisoras del mercado de valores estallaron en 2001 y 2003. El primero de ellos fue el caso Enron en Estado Unidos, y el segundo el caso Parmalat, en Italia.

El caso Enron, conocido como uno de los mayores fraudes empresariales en los mercados de valores del mundo, tuvo su génesis principalmente en la alteración de los estados financieros de la empresa para esconder deudas y pérdidas. Esta empresa energética que se creó en Houston, Texas, en 1985, tuvo, a partir de una fusión empresarial, un crecimiento exitoso y acelerado, entre otras razones por el desarrollo

[338] José Antonio Murillo, Rafael Del Villar, Daniel Backal, *La crisis financiera en Asia: orígenes y evolución en 1997 y 1998*. Documento de Investigación núm. 9807, Dirección General de Investigación Económica Banco de México, diciembre de 1998.

[339] Ver W. C. Hunter, G. G. Kaufman y T. H. Krueger (Editores), *The Asian Financial Crisis: Origins, Implications, and Solutions: Origins, Implications, and Solutions,* Papers Presented at a Conference Held on Oct. 8-10, 1998, Springer, 1999.

[340] Ver K. Anderson, C. Brooks, & A. Katsaris, "Speculative bubbles in the S&P 500: Was the tech bubble confined to the tech sector?", en *Journal of empirical finance*, núm. 17, vol. 3, 2010.

de un novedoso sistema global de transacciones de gas y energía por internet, lo que la llevó en el año 2000 a ser la séptima compañía más grande de Estados Unidos, con un precio de US$ 90 por acción en la bolsa y se convirtió en modelo de buenas prácticas en dirección corporativa. En 2001, el precio de sus acciones en la bolsa se vio afectado por los rumores sobre el pago de sobornos y tráfico de influencias en países donde tenían contratos, y porque se afirmaba que sus ganancias eran producto de operaciones celebradas entre compañías vinculadas más que de su propia operación. Y en octubre de 2001 afloró la crisis cuando se reveló en sus estados financieros la grave situación de endeudamiento y las pérdidas de la compañía, lo que implicó una drástica caída en el precio de su acción, hasta alcanzar un valor inferior a US$ 1 lo que la llevó a acogerse a la Ley de Quiebras de Estados Unidos.

De la investigación que adelantaron la *Securities and Exchange Commission* y el Departamento de Justicia de Estados Unidos, se concluyó que las razones del derrumbe de esta compañía fueron la corrupción y criminalidad de la cúpula directiva, la alteración de la información financiera para mostrar enormes utilidades, el entramado de las operaciones con vinculados económicos, las desproporcionadas remuneraciones a los directivos, los conflictos de intereses, las profundas relaciones con el poder político, la baja calidad de la supervisión y la complicidad de los auditores de Arthur Andersen para ocultar la situación financiera de Enron que incluyó la destrucción de información. Como en otras oportunidades, las autoridades reaccionaron con la expedición de normas regulatorias. Es el caso de la *Sarbanes-Oxley Act* de 2002, conocida como Ley de Contabilidad Pública de Empresas que cotizan en bolsa y de Protección al Inversionista[341].

En cuanto al escándalo de Parmalat (2003), esta empresa de lácteos con presencia mundial y que cotizaba sus acciones en la Bolsa de Valores de Milán, realizó una inesperada emisión de bonos que sorprendió a los mercados y a los directivos de la empresa, que derivó en que se adelantara una investigación interna sobre la situación financiera y

[341] MILTON MALDONADO, *Dilemas éticos en la toma de decisiones* [en línea], disponible en *ftp://ftp.puce.edu.ec/Facultades/CienciasHumanas/ResponsabilidadSocialCorporativa/Caso%20Enron%20Dilemas%20%C3%A9ticos%20en%20la%20toma%20de%20Decisiones.%20RSC,%20PUCE.pdf* [consulta: 3 de abril de 2016]. ALEXIS ARÉVALO MENECES, *El caso Enron: fracaso de una de las empresas más poderosas de Estados Unidos* [en línea], disponible en *www.academia.edu/3480864/El_caso_Enron_Fracaso_de_una_de_las_empresas_mas_poderosas_de_estadosunidos* [consulta: 5 de octubre de 2014].

contable de la compañía que arrojó la existencia de un grave déficit de casi 12.500 millones de euros. Así mismo, se encontró que además del endeudamiento, se habían inflado las cifras de las ventas y las utilidades y que una cuenta que Parmalat aseguraba tener en el Bank of America por US$ 3.900 millones no existía. La investigación de las autoridades demostró que la compañía había escondido sistemáticamente sus pérdidas por medio de una red de empresas y de cuentas bancarias en el Caribe y Suramérica. Finalmente, Parmalat fue declarada en bancarrota, situación que afectó a muchos inversionistas especialmente italianos. En 2005, la empresa fue recuperada por el Estado y volvió a cotizar en la bolsa[342].

• "La Crisis del Subprime"[343] de 2008. Esta crisis, cuyos efectos no han terminado de producirse, se inició en los mercados de valores y financieros de Estados Unidos y luego se transformó en crisis global. Las causas de esta crisis se han identificado en los años noventa en las medidas desregulatorias del Congreso de Estados Unidos y en el ciclo expansivo provocado por una política monetaria de bajos tipos de interés y crédito fácil, lo que propició una masiva e imprudente expansión del crédito y un crecimiento en el endeudamiento y gestó una gran burbuja en el mercado de vivienda en Estados Unidos. No obstante, la burbuja, como bien señalan los profesores John C. Coffe, Jr y Adolf A. Berle[344], fue generada por la oferta y no por la demanda, de los originadores de crédito hipotecario, cuando se dieron cuenta del interés de los intermediarios financieros para utilizarlos como activos subyacentes de las titularizaciones, sin tener en cuenta la calidad crediticia de dicha cartera. La expansión crediticia y el gran número de titularizaciones trajo consigo la especulación y el aumento de los precios. Los agentes seguían invirtiendo en unos activos cuya composición de riesgo[345] les era desconocida, pero les generaba gran rentabilidad. Finalmente, los deudores de la cartera no pudieron pagar sus créditos, la deuda superaba el valor del inmueble y los precios de la vivienda

[342] *Corrupcipon: seis casos emblemáticos* [en línea], disponible en *http://www.bbc.co.uk/spanish/specials/1555_corrupcion/page6.shtml* [consulta: 5 de octubre de 2014].

[343] Su nombre proviene de las hipotecas *subprime*, como se conocen los préstamos hipotecarios a personas con perfil de riesgo alto o sin capacidad de pago.

[344] John C. Coffee y Adolf Berle, "Mejorando la protección al inversionista y la regulación del mercado de valores", en *Análisis Revista del Mercado de Valores,* núm. 1, diciembre de 2010.

[345] Quienes las desconocían suponían que el precio de las viviendas en Estados Unidos no bajaría.

se desplomaron. Al mismo tiempo y como efecto de lo anterior, las titularizaciones perdieron liquidez y valor, pues el precio de su activo subyacente ya no era el mismo. Los principales bancos de inversión y la matriz de la principal compañía de seguros[346] de Estados Unidos colapsaron dada su exposición en las titularizaciones, y lo más grave fue que dichos bancos de inversión, con importancia sistémica en Estados Unidos y en el mundo, no eran entidades reguladas ni supervisadas por ninguna autoridad.

El contagio global se fue presentando en la medida en que se fueron conociendo los vínculos de las entidades financieras y aseguradoras europeas y de otras partes del mundo con las titularizaciones. Esta crisis ha llevado al mundo a una ola de recesiones de las cuales pocos países han logrado salir. Cabe destacar que como consecuencia de esta crisis, hubo reacción en materia de regulación, en especial en Estados Unidos, en donde el Congreso aprobó una reforma financiera (*Dodd Frank Act*) que, entre otras medidas, creó el Consejo para la Supervisión de la Estabilidad Financiera (Financial Stability Oversight Council), presidido por el Secretario del Tesoro e integrado por los jefes de todos los organismos de supervisión financiera norteamericanos. El objetivo principal de este nuevo órgano es identificar los riesgos sistémicos, formular mecanismos de mitigación y recomendar medidas a los reguladores y a los legisladores[347].

Y en el ámbito global también se ha desarrollado una agenda regulatoria a partir de "La Crisis del Subprime" cuyos pilares son: un nuevo régimen prudencial para la banca (Basilea III), regulación macroprudencial y sobre estabilidad financiera, un nuevo régimen para entidades sistémicas, un nuevo marco regulatorio para las operaciones con derivados OTC, y un marco regulatorio para el *shadow banking*[348].

2. Las crisis en Colombia

En la historia de nuestro país las crisis en el mercado de valores no han sido tan numerosas como en otros países, que tienen una mayor

[346] American International Group, AIG.

[347] Documento Autorregulador del Mercado de Valores, *Impacto de la crisis financiera internacional en el sistema financiero colombiano y en su regulación,* julio de 2009 [en línea], disponible en *http://amvcolombia.org.co/attachments/data/Impactodelacrisis.pdf* [consulta: 19 de abril de 2016].

[348] Andrés Portilla, *La crisis financiera global del 2008 y el nuevo marco global para la regulación financiera*, Institute of International Finance, septiembre 4, 2014.

tradición y desarrollo de sus mercados de valores[349]. Si bien se han presentado situaciones calificadas como de crisis en el mercado de valores, en realidad se ha tratado de defraudaciones o malos manejos de las sociedades comisionistas involucradas que, aunque han afectado la confianza en el mercado de valores, no han tenido importancia sistémica por su ámbito restringido. En todo caso, como ha ocurrido en otras latitudes, las crisis en Colombia han derivado en la expedición de nueva regulación.

Entre los casos más emblemáticos merecen citarse los siguientes:

• En diciembre de 1954, un miembro de la Bolsa de Valores de Bogotá, persona natural[350], incumplió sus operaciones bursátiles celebradas por cuenta de sus clientes y, por tanto, nos les entregó los valores ni los dineros producto de ellas. En abril de 1955, dicho corredor de bolsa se declaró en quiebra con un pasivo de $ 4.000.000 y un activo "discutible" de $ 178.000. Este caso dio lugar a que, por una parte, los clientes perjudicados demandaran a la Bolsa de Bogotá por la responsabilidad derivada del incumplimiento de las operaciones bursátiles por cuenta de sus miembros[351] y, por otra, a que el Congreso aprobara la Ley 130 de 1959 que facultaba al presidente de la República para organizar y racionalizar el mercado de capitales. En ejercicio de estas facultades, el gobierno expidió el decreto 2969 de 1960, que reguló la organización y funcionamiento de las bolsas de valores y las obligaciones de sus miembros[352].

• La "Crisis de los Fondos de Inversión" de 1979. Al final de la década de los setenta, las sociedades administradoras de inversión, entidades creadas en 1960 y cuyo objeto era canalizar el ahorro hacia la

[349] Colombia ha sido un país de tradición bancaria más que del mercado de valores.

[350] La Bolsa de Bogotá, creada el 23 de noviembre de 1928, admitía como miembros a personas naturales y el carácter de miembro dependía de las calidades personales y condiciones que establecía el Consejo Directivo.

[351] C. S. J. SCC., sent. 17 febrero 1964 (M. P. Doctor Enrique López de la Pava), "G. J.", t. CVI, págs. 84 a 101. Esta sentencia es relevante en materia de responsabilidad de las bolsas por las actuaciones de sus miembros, pues las reglamentaciones sobre este tipo de entidades no consagran la responsabilidad de la sociedad administradora de la bolsa por las obligaciones que sus miembros contraen a favor de sus comitentes, ni les asignan a dichos miembros el carácter de empleados, dependientes ni mandatarios de dichas sociedades.

[352] Para la época de los hechos, las bolsas de valores se encontraban sometidas a la vigilancia de la Superintendencia Bancaria, según lo establecía la Ley 16 de 1936, y su funcionamiento se regía por el decr. 1273 de 1936.

inversión, presentaron una profunda crisis. El mejor testimonio de esta crisis fue documentado en el comunicado de prensa de la Comisión Asesora del Superintendente Bancario, convocada por el propio superintendente a raíz de las irregularidades observadas, con el fin de conocer su concepto antes de sancionar a los responsables de los actos dirigidos a hacerse al control de empresas, utilizando para ello fondos provenientes del ahorro privado[353]:

"Las bruscas fluctuaciones en la cotización de acciones que conllevaron operaciones como las analizadas, indicaron la apremiante necesidad que tiene el país de disponer de una Comisión Nacional de Valores dotada de amplios poderes de investigación y sanción. El buen manejo del ahorro privado que en parte importante se canaliza a través del mercado bursátil, requiere un organismo que analice permanentemente la seriedad de la oferta pública de valores y el curso de sus cotizaciones.

"Resulta evidente, finalmente, la conveniencia de actualizar algunos estatutos legales. El sector financiero del país está llegando a un nivel de tal complejidad que de no existir un conjunto de normas sobre estas materias, más drásticas que las actuales, el proceso de concentración económica irá acentuándose cada vez más, con toda la secuela de inconvenientes que un proceso de esta índole implica.

"Tal es el caso de las disposiciones que rigen el funcionamiento de las sociedades administradoras y fondos de inversión. Estas normas, que datan de hace 18 años comienzan a reflejar anacronismos que es urgente remediar para que no se desvirtúen los propósitos que buscó el legislador de 1960".

Esta situación dio lugar a las siguientes iniciativas, en las que participó la Superintendencia Bancaria: i) el trámite ante el Congreso del proyecto de ley mediante el cual se creó y estructuró la Comisión Nacional de Valores, que culminó con la Ley 32 de 1979 y ii) la expedición del decreto 384 de 1980, mediante el cual se modificó integralmente el régimen jurídico de las sociedades administradoras de inversión y de los fondos que ellas administran[354].

• La "Crisis Bancaria de 1982". Durante 1982 estalló una de las peores crisis financieras, que se inició con la toma de posesión y liqui-

[353] Superintendencia Bancaria, *Últimas disposiciones sobre el mercado bursátil*, Bogotá, Fondo de Previsión de Empleados de la Superintendencia Bancaria, 1980, pág. 23.

[354] Ultimas Disposiciones sobre el Mercado Bursátil. Superintendencia Bancaria. Editorial Fondo de Previsión de Empleados de la Superintendencia Bancaria, 1980.

dación del Banco Nacional y se extendió hasta 1985 con la nacionalización del Banco de Colombia, la Corporación Financiera Grancolombiana, la Compañía Grancolombiana de Promociones PRONTA y la compañía de Financiamiento Comercial Grancolombiana[355]. Si bien esta crisis es calificada como crisis del sector financiero, es preciso aclarar que la grave situación económica que se presentó respecto de este grupo de compañías[356] estuvo precedida de una crisis en el mercado de valores, cuando los ahorradores de los Fondos Grancolombiano y Bolivariano, administrados por la sociedad Grancolombiana Administradora de Inversión, Graninversión, que formaba parte de ese grupo financiero, perdieron sus inversiones. Esta crisis dio origen a una investigación por la recién creada Comisión Nacional de Valores[357] que concluyó en una serie de multas impuestas a Graninversión y en unas "manifestaciones de voluntad" de los directivos del Grupo Grancolombiano[358] sobre la forma de resarcir a los ahorradores. Los fundamentos de la actuación administrativa fueron los movimientos bursátiles que realizó de manera irregular[359] esta administradora de inversión por intermedio de los mencionados Fondos Grancolombiano y Bolivariano en acciones de la Compañía Nacional de Chocolates S. A., Cementos Argos S. A., Siderúrgica de Medellín S. A., e Industrias Alimenticias Noel S. A.

Como parte de las medidas que se dictaron para conjurar la crisis de 1982, en el marco de la emergencia económica que declaró el gobierno nacional[360], se expidió el decreto legislativo 2920 de 1982[361],

[355] Carlos Caballero Argáez y Miguel Urrutia Montoya, *Historia del sector financiero colombiano en el siglo xx – Ensayos sobre su desarrollo y sus crisis*, Bogotá, Grupo Editorial Norma, 2006.

[356] Este grupo de compañías se denominó el Grupo Grancolombiano

[357] Se creó y organizó a partir de la Ley 32 de 1979.

[358] Sobre el particular se recomienda leer la publicación, Comisión Nacional de Valores de Colombia, *La Comisión Nacional de Valores y sus actuaciones frente al Grupo Grancolombiano*, 1986.

[359] Estas actuaciones irregulares dieron lugar a que la Comisión Nacional de Valores suspendiera la inscripción en el Registro Nacional de Valores de las sociedades comisionistas de bolsa que participaron en las transacciones por considerar que efectuaron operaciones ficticias y, por lo tanto, no representativas del mercado de valores, y que formulara denuncia penal para que se investigaran las posibles infracciones de orden penal por parte de los administradores de dichas sociedades comisionistas.

[360] Mediante el decr. 2919 de 1982.

[361] Esta norma introdujo el concepto de captación masiva y habitual en el país y lo tipificó como delito en el Código Penal cuando se realiza sin autorización legal.

mediante el cual se dictaron normas para asegurar la confianza del público en el sector financiero colombiano[362]. En lo relativo al mercado de valores, debe mencionarse que dicha norma trasladó el control y vigilancia administrativo de las bolsas de valores, de los comisionistas de bolsa y de las sociedades administradoras de inversión a la Comisión Nacional de Valores[363].

En relación con las normas expedidas por la Comisión Nacional de Valores en 1982 por motivo de la crisis, se destaca la resolución 5 por la cual se dispuso que toda compraventa de acciones inscritas en bolsa, por un valor igual o superior a $ 200.000 debía realizarse por medio de la bolsa. Por virtud de esta norma, aún vigente[364], no es posible realizar compraventas de acciones inscritas en el mercado mostrador, es decir, por fuera de la bolsa.

• La "crisis de la Posición Propia" entre 1984 y 1986[365]. En este periodo la Comisión Nacional de Valores sancionó a varias sociedades comisionistas de bolsa por la realización de operaciones en contravención a lo dispuesto en el artículo 8º, numeral 2, del decreto 1172 de 1980. Esta norma prohibía a las sociedades comisionistas de bolsa, a sus socios y administradores negociar por cuenta propia, directamente o por interpuesta persona, acciones inscritas en bolsa[366]. La Comisión encontró que algunas sociedades comisionistas de bolsa Compañía General de Valores S. A. y Valores Integrados S. C., entre otras realizaron transacciones sobre acciones inscritas en bolsa por cuenta propia contra expresa prohibición legal. En todos los casos la Comisión encontró que para realizar las transacciones se recurrió a sociedades de

[362] Es preciso aclarar que la primera etapa de esta crisis se manejó por las autoridades con fundamento en la Ley 45 de 1923 y la segunda etapa, es decir, la nacionalización del Banco de Colombia y demás entidades del Grupo Grancolombiano se manejó con el decr. 2920 de 1982 y otros decretos expedidos en virtud de la declaratoria de emergencia económica.

[363] Hasta la expedición del decr. 2920 existieron dos ámbitos de competencia: el control y la vigilancia de estas entidades se ejercía por la Superintendencia Bancaria en todo lo relacionado con los aspectos societarios, y la Comisión Nacional de Valores cumplía funciones de vigilancia restringidas a las actividades del mercado público de valores.

[364] Decr. 2555 de 2010, art. 6.15.1.1.2.

[365] Comisión Nacional de Valores. *Jurisprudencia, doctrinas y conceptos de la Comisión Nacional de Valores,* vol. III, Bogotá, 1986. J023 a J028, págs. 26 a 112.

[366] Cuestión objeto de amplios debates en la historia de los mercados de valores por el conflicto de intereses que implica la posibilidad de actuar en ellos, simultáneamente, por cuenta ajena y por cuenta propia.

familia o a nombres de terceros con el fin de que figuraran o sirvieran como comitentes compradores o vendedores en tales negociaciones. Finalmente, es preciso aclarar que en el caso de Valores Integrados S. en C., la Comisión también demostró que la sociedad había utilizado recursos de otros clientes para dar cumplimiento a sus operaciones y que su contabilidad no era llevada en debida forma.

El "Escándalo del Grupo de los Picas" en 1988. El "Grupo de los Picas"[367], como se conocía a tres corredores de bolsa propietarios de la sociedad comisionista de bolsa Compañía de Servicios Bursátiles S. A., miembro de la Bolsa de Bogotá, afrontó una grave crisis que tuvo origen, a su vez, en la crisis financiera de 1982. En efecto, el "Grupo de los Picas" participó en las operaciones de captación en el mercado extrabancario que caracterizaron esa época y que fueron perseguidas por las autoridades a partir de la expedición del decreto 2920 de 1982. "Los Picas" iniciaron a partir de 1983 un proceso de desmonte de sus captaciones, pues la Superintendencia Financiera no les autorizó legalizar las compañías por medio de las cuales las habían efectuado. Debido a que buena parte de los recursos captados habían sido invertidos en activos que no eran líquidos, su venta no fue posible y, por tanto, tampoco la devolución de los dineros del público. Por ello, en 1985 comenzó la crisis para los socios de la sociedad comisionista, que siguieron captando dinero para financiar el pasivo con el público. Como no pudieron cumplir sus obligaciones, terminaron incurriendo en lo que el decreto 2920 de 1982 calificó como captación ilegal. Este escándalo afectó la Bolsa de Valores de Bogotá no solo porque vinculaba a una sociedad comisionista miembro de la misma, sino porque por la misma época la Bolsa debió retirar a firmas comisionistas, entre otras Asdac Bursátil, Acobolsa S. A., que resultaron vinculadas a las investigaciones relacionadas con el mercado negro de dólares[368].

El mismo año de esta crisis, la Comisión Nacional de Valores, como medida para restablecer la confianza del público en el mercado, expidió la resolución 9 de 1988 mediante la cual reglamentó los fondos de garantías de las sociedades comisionistas de bolsa valores. De acuerdo con esta norma, las sociedades comisionistas de bolsa de valores deben integrar y mantener un fondo de garantías que tendrá como objeto

[367] *Revista Semana,* "Escandalo en la ´high´. La verdadera historia detrás del último escándalo financiero", Sección Nación, agosto 8 de 1988.

[368] *Revista Semana*, "Entre la espada y la pared", Sección Economía, 12 septiembre 1988.

responder a los clientes de dichas sociedades por el cumplimiento de las obligaciones de entrega o restitución de valores o de dinero que las mismas hayan contraído en desarrollo del contrato de comisión, la administración de valores y la administración de portafolios de terceros[369].

Finalmente, se han de mencionar los escándalos de Proyectar Valores S. A., sociedad comisionista de bolsa, y de Interbolsa S. A., sociedad comisionista de bolsa, miembros de la Bolsa de Valores de Colombia, sin duda los más graves en la historia del mercado de valores colombiano. Estos dos escándalos (2011 y 2012), terminaron en la toma de posesión por la Superintendencia Financiera para liquidar las dos entidades y afectaron gravemente los intereses de muchos inversionistas. Se mencionan al tiempo y como una misma crisis, dado el vínculo que existía entre los accionistas de las dos firmas comisionistas. En ambos casos se presentaron malos manejos de los recursos recibidos de sus clientes, desatendiendo las instrucciones impartidas por ellos, así como la violación a la normativa que regula el mercado de valores. Especial mención se debe hacer de Interbolsa por haber llegado a ser la sociedad comisionista más grande del país y una de las más grandes y representativas de Latinoamérica. Incluso, tuvo sus acciones inscritas en la Bolsa de Valores de Colombia[370] y llegó a emitir bonos en otras jurisdicciones. La administración de esta sociedad comisionista fue responsable, entre otras cosas, de actuar inmersa en múltiples conflictos de intereses. Las autoridades encontraron que Interbolsa facilitó que varios clientes y accionistas manipularan el valor de las acciones de algunos emisores inscritos en la bolsa. Las consecuencias de estos escándalos no han terminado de producirse aún y se da por descartado que los inversionistas y acreedores afectados no recuperarán todo su dinero.

A manera de conclusión, hay que decir que la lección más importante de las crisis de los mercados de valores en Colombia y en el mundo es que las autoridades de supervisión y de regulación no deben ahorrar esfuerzos en propender la protección de los inversionistas mediante medidas y mecanismos que mitiguen los riesgos en las operaciones del mercado de valores, sin perjuicio de conjurar las causas inmediatas de las crisis en el corto plazo, y de aplicar las sanciones disciplinarias y

[369] Decr. 2555 de 2010, arts. 2.9.2.3.1.1 y ss.

[370] Posteriormente, mediante una discutible figura de escisión, creó una sociedad *holding* cuyas acciones inscribió en la bolsa y como consecuencia de tal reorganización empresarial, canceló la inscripción de las acciones de la sociedad comisionista.

penales a que haya lugar a los responsables por violación de las normas del mercado de valores.

BIBLIOGRAFÍA

A) *Doctrina*

Anderson, K.; Brooks, C. y Katsaris, A.: "Speculative bubbles in the S&P 500: Was the tech bubble confined to the tech sector?", en *Journal of empirical finance*, vol 3, núm. 17, 2010.

Bernanke, B. S.: "Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression", en *Cambridge, National Bureau of Economic Research.* Working Paper 1054, 1983.

Butler, Kirt y Malaikah, S. J.: "Efficiency and inefficiency in thinly traded stock markets: Kuwait and Saudi Arabia", en *Journal of Banking & Finance*, vol. 16, núm. 1, 1992.

Caballero Argáez, Carlos y Urrutia Montoya, Miguel: *Historia del sector financiero colombiano en el siglo xx – Ensayos sobre su desarrollo y sus crisis*, Bogotá, Grupo Editorial Norma, 2006.

Coffee, John C. y Berle, Adolf: "Mejorando la protección al inversionista y la regulación del mercado de valores", en *Análisis Revista del Mercado de Valores,* núm. 1, edición, diciembre de 2010.

Davis, Kenneth: *FDR, the New Deal years, 1933-1937: a history*, Nueva York, Random House, 1986.

Demyanyk, Yuliya y Van Hemert: "Understanding the subprime mortgage crisis", en Review of Financial Studies, vol. 24, núm. 6, 2011.

Fleckner, Andreas; J. M. Klaus y Hopt: *Estudios de derecho de sociedades y del mercado de valores. Evolución del derecho bursátil*, Madrid, Marcial Pons, 2010.

Friedman Milton & Jacobson Schwartz, Anna: *A monetary history of the United States, 1867-1960*, Nueva Jersey, Princeton University Press, 1963.

Giovannini: *Bretton Woods and its precursors: rules versus discretion in the history of international monetary regimes,* en Michael Bordo y Barry Eichengreen (Editors), *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform,* Chicago, University of Chicago Press, 1993.

Good, David: "The Great Depression and Austrian Growth after 1873", en *The Economic History Review*, vol. 31, núm. 2, 1978.

HUNTER, W. C.; KAUFMAN, G. G. y KRUEGER, T. H. (Editores): *The Asian Financial Crisis: Origins, Implications, and Solutions: Origins, Implications, and Solutions,* Papers Presented at a Conference Held on Oct. 8-10, 1998, Springer, 1999.

LODEWIJK, PETRAM: *The Worlds first Stock Exchange* [en línea]. Columbia Business School, disponible en *www. LodewijkPetram.nl/index-eng.html* [consulta: octubre 15 de 2014].

MACHINE, JOSÉ LUIS: *La crisis financiera internacional: su naturaleza y los desafíos de política económica*, en Revista Cepal, vol. 97, abril 2009, págs. 33 a 56, disponible en *www.cepal.org/publicaciones/xml/7/35847/rve97machinea.pdf* [consulta 3 de abril de 2016].

MAUGERI, LEONARDO: *The age of oil: the mythology, history, and future of the world's most controversial resource*, Londres, Praeger, 2007.

MURILLO RAFAEL DEL VILLAR, JOSÉ ANTONIO y BACKAL, DANIEL: *La crisis financiera en Asia: orígenes y evolución en 1997 y 1998.* Documento de Investigación 9807, Dirección General de Investigación Económica Banco de México, diciembre de 1998.

NOYES, ALEXANDER. D.: "A year after the panic of 1907", en *The Quarterly Journal of Economics,* vol. 23, núm. 2, febrero de 1909.

OKINA, KUNIO; MASAAKI, SHIRAKAWA y SHIGENORI, SHIRATSUKA: "The asset price bubble and monetary policy: Japan's experience in the late 1980s and the lessons", en *Monetary and Economic Studies*, núm. 19, vol. 2, 2001.

PIRENNE, HENRI: *Historia económica y social de la Edad Media*, Méjico D. F., Fondo de Cultura Económica, Clásicos de la Economía, 2003.

PORTILLA, ANDRÉS: *La crisis financiera global del 2008 y el nuevo marco global para la regulación financiera*, Presentación, Institute of International Finance, septiembre 4, 2014.

RAITHBY, JOHN: *William III, 1696-1697, An Act to restraine the Number and ill Practice of Brokers and Stock-Jobbers,* en Great Britain Record Commission, 1820 Chapter XXXII. Rot. Parl. 8 & 9 Gul. III. p.11. nu.1, disponible en *http://www.british-history.ac.uk/statutes-realm/vol7/pp285-287* [consulta 3 de abril de 2016].

SCHUBERT, ERIC: "Innovations, debts, and bubbles: International integration of financial markets in Western Europe", en *The journal of economic history*, vol. 48, núm.2, 1988.

TEMIN, PETER & VOTH, HANS-JOACHIN: "Riding the South Sea Bubble", en *American Economic Review*, vol. 94, núm. 5, diciembre de 2004.

WHEELOCK, DAVID: "Monetary policy in the Great Depression: what the Fed did, and why", en *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 74, marzo/abril de 1992.

White, Eugene: "The Crash of 1882 and the Bailout of the Paris Bourse", en *Cliometrica, Journal of Historical Economics and Econometric History, Association Française de Cliométrie,* vol. 1, núm. 2, 2007.

Wilentz, Sean: *The rise of American democracy: Jefferson to Lincoln*, Nueva York, WW Norton & Company, 2010.

Autorregulador del Mercado de Valores, "Impacto de la crisis financiera internacional en el sistema financiero colombiano y en su regulación, julio de 2009" [en línea], disponible en *http://amvcolombia.org.co/attachments/data/Impactodelacrisis.pdf* [consulta: 19 de abril de 2016].

Comisión Nacional de Valores de Colombia, *"La Comisión Nacional de Valores y sus actuaciones frente al Grupo Grancolombiano"*, 1986.

Comisión Navional de Valores, *Jurisprudencia doctrinas y conceptos de la Comisión Nacional de Valores,* vol. III, Bogotá 1986. J023 a J028.

Revista Semana: "Entre la espada y la pared", Sección Economía, septiembre 12 de 1988.

Revista Semana: "Escandalo en la ´high´. La verdadera historia detrás del último escándalo financiero", Sección financiera, 8 agosto 1988.

Superintendencia Bancaria: *Ultimas disposiciones sobre el mercado bursátil*, Bogotá, Fondo de Previsión de Empleados de la Superintendencia Bancaria, 1980.

B) *Normativa*

Decreto 1273 de 1936.

Decreto 2919 de 1982.

Decreto 2555 de 2010.

Ley 32 de 1979.

C) *Jurisprudencia*

Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil, sentencia de febrero 17 de 1964, M. P.: Doctor Enrique López de la Pava, "G. J.", t. CVI, págs. 84 a 101.

Capítulo II

De los valores y otros activos o instrumentos financieros negociables en el mercado de valores

Néstor Raúl Fagua Guauque*

1. Concepto de valor en el derecho comparado

El objeto del mercado de valores son los valores y a partir de ellos todas las relaciones de diversa naturaleza que se dan en el proceso de emisión, colocación y negociación. En nuestro medio el acercamiento a la noción de valor no es un hecho nuevo: desde la Ley 32 de 1979 a propósito de los instrumentos emitidos de manera serial y masiva, se había planteado la existencia de los valores negociables en el mercado de valores como una categoría autónoma e independiente de los títulos valores e incluso bajo el presupuesto de la creación de nuevos instrumentos. La posibilidad de discutir la relación y tensión entre los títulos-valores y otra clase de instrumentos en los mercados de valores, perdió toda relevancia: los diferentes instrumentos negociables en los mercados surgieron con cierta autonomía, básicamente destacando el hecho de que se trata de derechos de contenido patrimonial y sobre cualquier otra consideración de naturaleza negociable y por supuesto transferible. La autonomía de los instrumentos del mercado de valores como valores negociables surge en Colombia a partir de la Ley 32 de 1979 y se soportó en la definición de los instrumentos negociables y en la necesidad de inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios como presupuesto para poder ser emitidos y negociados en

* Néstor Fagua Guauque es abogado de la Universidad Externado de Colombia. Especialista en banca y en Derecho Comercial de la Universidad de los Andes. Ha desempeñado diversos cargos en la Superintendencia Bancaria y en la Superintendencia de Valores. Ha sido asesor y consultor en los sectores público y privado por más de veinte años. Actualmente se desempeña como vicepresidente jurídico y secretario general en la Financiera de Desarrollo Nacional.

el mercado de valores. Los desarrollos normativos posteriores, principalmente el que introdujo la Ley 35 de 1993, reafirmaron su autonomía, no obstante la remisión al régimen de los títulos-valores previsto en el Código de Comercio. Precisamos que con ello no se planteó una dependencia o subcategoría de los títulos-valores en relación con los instrumentos negociables en el mercado de valores, así como tampoco la imposibilidad de contar con una regulación autónoma para estos; en términos prácticos se planteó una remisión normativa como referencia ante cualquier eventual vacío normativo, con excepción expresa de la acción cambiaria de regreso. La Ley 964 de 2005 desarrolla el concepto de valor y articula la noción de mercado y su delimitación a partir de tal concepto; establece los elementos que integran la noción de valor, también la referencia al régimen de los títulos-valores con la misma excepción de la acción cambiaria de regreso, pero otorgando todas las facultades regulatorias necesarias para el desarrollo del régimen de los valores.

En el derecho norteamericano se parte de la noción de valor (*security*) que desarrollan la *Securities Act* de 1933 y la *Securities Exchange Act* de 1934. En esencia, los dos textos de las definiciones del concepto de valor coinciden y han sido interpretados judicialmente en el mismo sentido. La definición enumera de manera exhaustiva unos instrumentos que usualmente se consideran valores (acciones, bonos, etc.), pero también incluye otra clase de instrumentos, como certificados de interés o participación en cualquier acuerdo de ganancias compartidas, certificado de fiducia en garantía, certificado de preorganización o suscripción, acciones transferibles, contratos de inversión, certificado de fiducia, certificado de depósito para un valor, interés indiviso en petróleo, gas, u otros derechos minerales, cualquier *put, call*, opción o privilegio en cualquier valor, certificado de depósito o grupo o índice de valores (que comprende cualquier interés en este o basado en su valor), o cualquier *put, call,* opción o privilegio en una bolsa nacional de valores relativo a divisas internacionales o, en general, cualquier interés o instrumento comúnmente conocido como "valor", o cualquier certificado de interés o participación en, certificado temporal para, recibo para, garantía de, o garantía o derecho para suscribir o comprar cualesquiera de los anteriores. La aplicación práctica del concepto ha tendido a darle más importancia al contexto y a la realidad económica, de manera que se pueda determinar en cada caso si se está ante un valor o no[1].

[1] La *Securities Act* de 1933 define en su art. 2° la expresión *security* de la siguiente manera: "The term '«security» means any note, stock, treasury stock, security future,

Dentro de los principios que desarrolla la regulación de Estados Unidos en materia de *securities* está el de la obligación del registro ante la *Securities and Exchange Commission* (SEC) de los valores que se pretendan emitir para su revisión; sin embargo, el ejercicio de esta competencia no supone la calificación del mérito o las condiciones de una determinada emisión o de su emisor. El aspecto preponderante de la función de la SEC se vincula principalmente con el manejo de la información, sobre la base de que este es el principal insumo para que los inversionistas tomen sus decisiones de inversión.

---

security-based swap, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a «security», or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing". Por su parte, la *Securities Exchange Act* de 1934 define el término security como "The term ''security'' means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement or in any oil, gas, or other mineral royalty or lease, any collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, votingtrust certificate, certificate of deposit for a security, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or in general, any instrument commonly known as a «security»; or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing; but shall not include currency or any note, draft, bill of exchange, or banker's acceptance which has a maturity at the time of issuance of not exceeding nine months, exclusive of days of grace, or any renewal thereof the maturity of which is likewise limited". La expresión *equity security* es definida como "[...] any stock or similar security; or any security future on any such security; or any security convertible, with or without consideration, into such a security, or carrying any warrant or right to subscribe to or purchase such a security; or any such warrant or right; or any other security which the Commission shall deem to be of similar nature and consider necessary or appropriate, by such rules and regulations as it may prescribe in the public interest or for the protection of investors, to treat as an equity security". Para mayor detalle sobe el contenido y alcance de la definición de *security* en la ley de valores estadounidense, puede consultarse a Richard W. Jennings y Harold Marsh, *Securities Regulation*, sixth edition, The Foundation Press Inc., University Casebook 1987, págs. 220 a 293.

En similar sentido, en la legislación de Reino Unido se desarrolla el concepto de *securities* principalmente por medio del *Financial Services and Markets Act* de 2000 (Regulated Activities Order, 2001) que en cierta forma refiere a directivas europeas en la materia, y el *Companies Act* de 2006, que hacen referencia a instrumentos entre los cuales se encuentran acciones (*shares*), títulos de crédito (*debentures*), valores públicos y del gobierno (*government and public securities*), opciones de conversión (*warrants*), certificados representativos de ciertos valores (*certificates representing certain securities*), fondos unitarios (*units*), esquemas de pensiones mediante corredores (*stakeholder pension schemes*), esquemas de pensiones personales (*personal pension schemes*), derechos sobre intereses en inversiones en acciones y en esquemas de pensiones mediante corredores (*rights to or interests in, investments in shares and in stakeholders pension schemes*)[2]. Aun con lo anterior, en la sección 74(2) del FSMA se otorga a la autoridad reguladora la facultad de incluir en la lista aquellos *securities* y otros instrumentos que considere apropiados, sujeto a las disposiciones del *Act*.

La definición de *securities*, de valores, valores negociables o valores mobiliarios en términos generales no reviste mayor complejidad. La descripción a la cual se acude en relación con la diferente clase de valores que forman parte de dicha noción transmite una idea bastante clara de lo que es y de lo que se quiere abarcar: tanto en Estados Unidos como en otros mercados no existe duda sobre el hecho de que las acciones y los bonos constituyen la mayor porción de los valores que se negocian. En este sentido es útil la enumeración de las diferentes clases de instrumentos a la cual se acude para dar una idea más precisa del concepto de *security*, o de valor o valores negociables, como sucede en España, Colombia o Chile.

Un aspecto que interesa destacar en este sentido es que la función de la noción o definición de *security* no se limita a tener certeza sobre qué clase de instrumentos forman parte de esta categoría. El problema, podría decirse, más que complejo es interesante y tiene que ver con el ámbito de aplicación de la ley y la protección de los derechos de los inversionistas: si un determinado instrumento es considerado o cabe dentro de la categoría de *security* es claro que está bajo la órbita de acción de la ley de valores y, por supuesto, sujeto a la regulación del Estado. Este aspecto es claro en la enumeración de los diferentes ins-

[2] GUILIANO G. CASTELLANO, "Towards a General Framework for a Common Definition of «Securities»": Financial markets Regulation in Multilingual Contexts", en *Uniform Law Review,* núm. 17, 2012.

trumentos que forman parte de dicha noción, con lo cual, de paso se da una mayor relevancia al contenido o realidad económica para determinar frente a casos concretos cuándo se está o no ante un valor. En este sentido, la jurisprudencia norteamericana ha entendido que no solamente los instrumentos estandarizados se encuentran incluidos dentro del concepto de *securities*, sino que el concepto también cobija a instrumentos novedosos o irregulares, sea cual fuere la forma que tomen, en la medida en que se pueda probar que fueron ofrecidos de manera generalizada, y responden, económica y jurídicamente, a la definición de estructuras consideradas como *securities*[3]. El camino que han seguido otras legislaciones corresponde a estos supuestos: las definiciones se han tratado de integrar agregando un listado de instrumentos que forman parte o se entienden incluidos dentro del concepto de valor o valor negociable, destacando igualmente la preeminencia de la realidad económica, tal y como sucede en Colombia en donde uno de los objetivos de la intervención en las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores es el de dar "[...] prelación al sentido económico y financiero sobre la forma, al determinar si algún derecho o instrumento es un valor, o si alguna actividad es de aquellas que requieran autorización o registro y, en general, cuando expida normas dirigidas a la protección de los derechos de los inversionistas"[4]. En estas legislaciones la calificación de un determinado instrumento dentro de la categoría de valor, valor negociable o valor mobiliario también se traduce en la aplicación de la ley y, en general, de la regulación del mercado de valores al instrumento, sus emisores, su negociación y a la aplicación de los diferentes medios de protección de los derechos de los inversionistas.

Como ejemplo de lo anterior, y en particular en relación con la relevancia del concepto de *investment contracts*, se tiene como referencia la sentencia de 27 de mayo de 1946 de la Corte Suprema de Estados Unidos en el caso de la *Securities Exchange Commission v. Howey Co.*, emitida en el contexto de un ofrecimiento de unidades de una plantación de cítricos, que se complementaba con un contrato para el cultivo, mercadeo y remisión de utilidades a los inversionistas. La compañía oferente de los terrenos (The Howey Company) tenía propiedad sobre vastos terrenos de plantación de cítricos, y desarrollaba su negocio de

[3] SEC v. C.M. Joiner Leasing Corp. 320 U.A. 344 (1943).

[4] Ley 964 de 2005, art. 1°, lit. b, num. 6 (objetivos y criterios de intervención en el mercado de valores).

forma que mantenía la mitad de la propiedad para sí misma, y ofrecía la otra mitad al público, para financiar desarrollos adicionales. En conjunto con esta compañía (es decir, bajo la misma estructura de control y administración) se encontraba Howey-in-the Hills Service, Inc., dedicada al cultivo y desarrollo de plantaciones, y a la recolección y comercialización de los cultivos. El negocio consistía en el ofrecimiento tanto del terreno, como de un contrato de servicios, siendo requisito para acceder al primero la firma del segundo. Una vez firmado el contrato de servicios, se otorgaba derecho completo y posesión sobre el terreno a Howey-in-the Hills Service, Inc. (comprendía limitaciones para comercializar la cosecha sin consentimiento de la compañía), además de facultades absolutas sobre el cultivo, recolección y comercialización de los productos, por el pago de una comisión y ciertos costos. En el entendido de la Corte, y teniendo en cuenta que (i) se trataba de una operación en la que el inversionista no tenía acceso a la tierra o al producto, ni conocimiento sobre el negocio, dada su única calidad de inversionista inexperto en esta área, en búsqueda de ganancias sustanciales; (ii) no se había hecho registro alguno frente a la *Securities Exchange Commission*; (iii) comforme al *Securities Act* de 1933, los contratos de inversión (*investment contracts*), en su calidad de valores, han sido entendidos por la jurisprudencia norteamericana como contratos, transacciones o estrategias según las cuales una persona invierte su dinero en una empresa común, y espera utilidades únicamente como efecto de los esfuerzos de un promotor o tercero, sin que tenga relevancia el hecho de que las acciones en la empresa estén instrumentadas por certificados formales (de participación), o por un interés nominal en los activos físicos utilizados por la empresa[5], y (iv) la determinación de existencia de un contrato de inversión (*investment contract*) se mide únicamente por el hecho de existir una inversión en una empresa que traerá beneficios económicos derivados de la actividad de un tercero, sin importar la naturaleza especulativa o no de la actividad, o ventas de propiedad con valor intrínseco o sin él. Al respecto, la Corte decidió que las transacciones celebradas correspondían de forma inequívoca al concepto de *investment contracts*, dado que no se ofrecía a los inversionistas (inexpertos en este mercado) únicamente un derecho de propiedad sobre terrenos o unos contratos de administración, sino una oportunidad de contribuir con recursos y compartir las ganancias de una empresa mayor. Este ofrecimiento solamente tenía sentido para los inversionistas en la medida en que se realizara el negocio como un todo,

[5] SEC vs. Howey Co., 320 U.S. 293 (1946).

con inversiones en la totalidad de los predios, maquinaria especializada y personal capacitado, lo cual únicamente podría ser realizado por el oferente, y así mismo, el inversionista solamente buscaba una ganancia en su inversión mediante la participación del oferente.

Por otra parte, dado que es suficiente para determinar la existencia de este tipo de operaciones que se den los elementos esenciales de este tipo de contratos, la Corte calificó la operación como *investment contracts*, sujetos a la regulación establecida en el *Securities Act* de 1933[6] y a la existencia de una inversión en una empresa o en un proyecto que plantea la posibilidad de obtener beneficios económicos derivados de la actividad de un tercero. Para el caso colombiano, el análisis de este aspecto desde el punto de vista de la Ley 964 de 2005 tiene toda la relevancia. No debe olvidarse que para la legislación colombiana, se entiende como valor todo derecho de naturaleza negociable que forme parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público, para lo cual siempre habrá de tenerse en cuenta los principios (objetivos y criterios) de la intervención del gobierno nacional en el mercado de valores que establece el artículo 1º de la Ley 964, especialmente la protección de los derechos de los inversionistas, la preservación del buen funcionamiento, la equidad, la transparencia, la disciplina y la integridad del mercado de valores y, en general, la confianza del público en el mismo, así como la prelación del sentido económico y financiero sobre la forma para determinar si algún derecho o instrumento deben ser calificados como valor.

En otras jurisdicciones, por ejemplo en España, se introdujo la noción de "valor negociable" a partir de la promulgación de la ley del mercado de valores de 1988[7] como instrumentos que podían representarse

[6] *Idem*.

[7] La Ley 24 de 1988 estableció en sus arts. 5° y 6° lo siguiente: "Los valores negociables podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos. La modalidad de representación elegida habrá de aplicarse a todos los valores integrados en una misma emisión. / La representación de valores por medio de anotaciones en cuenta será irreversible. / La representación por medio de títulos será reversible. / El paso al sistema de anotaciones en cuenta podrá hacerse, no obstante lo dispuesto en el párrafo primero, a medida que los titulares vayan prestando su consentimiento a la transformación. / El gobierno podrá establecer, con carácter general o para determinadas categorías de valores, que su representación por medio de anotaciones en cuenta sea condición necesaria para la admisión a negociación en uno u otro mercado secundario oficial de valores. Asimismo, determinará los supuestos excepcionales en que no será de aplicación lo dispuesto en el párrafo segundo" (art. 5°).

mediante anotaciones en cuenta, negociarse y agruparse en emisiones[8]. Esta evolución significó para el derecho español superar la categoría tradicional de valor mobiliario y de efectos de comercio, así como desligar el concepto de valor negociable de la doctrina tradicional de los títulos valores[9]. Posteriormente, se introduce la noción de instrumento financiero, la cual ingresa por primera vez en la ley del mercado de valores español a partir de la Ley 37 de 1998,siguiendo los lineamientos de la directiva comunitaria 93/22/CEE). La Ley 37 de 1998 incorporó los llamados instrumentos financieros[10] con el objeto de integrar a

---

"La representación de valores por medio de anotaciones en cuenta requerirá la elaboración por la entidad emisora de un documento, cuya elevación a escritura pública será potestativa, en el que constará la información necesaria para la identificación de los valores integrados en la emisión. / La entidad emisora deberá depositar una copia del documento ante la entidad encargada del registro contable y ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Cuando se trate de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, deberá depositarse también una copia ante su organismo rector. / La entidad emisora y la encargada del registro contable habrán de tener en todo momento a disposición de los titulares y del público interesado en general una copia del referido documento" (art. 6°).

[8] El art. 2° del Real Decreto 291/1992 definió la noción de valor negociable en el derecho español utilizando una técnica doble para delimitar su concepto. Por un lado realiza una larga enumeración positiva, de los bienes e instrumentos jurídicos que se consideran valores negociables y de aquellos que no tienen tal consideración. Por otro, al final de estas enumeraciones el texto del artículo recoge una cláusula de cierre que hace las veces de definición de valor negociable, pues en ella indica que tendrá tal consideración (f) cualquier otro derecho de contenido patrimonial, cualquiera sea la denominación que se le dé que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiero. JOSÉ LUIS SÁNCHEZ, *Curso de bolsa y mercados financieros*, Madrid, Ariel, 2007, pág. 225.

[9] La experiencia alemana dio lugar al desarrollo de una elaborada doctrina jurídica con fundamento en la cual se creó el concepto de derechos-valor (*wertrechte*), alternativo al concepto de título-valor. El título-valor es una representación documental y, por tanto, material de un derecho. Por el contrario, el derecho-valor es una representación registral y, en consecuencia, desmaterializada de un derecho. JOSÉ LUIS SÁNCHEZ, *op cit.,* pág. 210.

[10] La Ley 37 de 1998 en su art. 2° introdujo la noción de instrumento financiero de la siguiente manera: "También quedarán comprendidos dentro de su ámbito los siguientes instrumentos financieros: / a) Los contratos de cualquier tipo que sean objeto de negociación en un mercado secundario, oficial o no. / b) Los contratos financieros a plazo, los contratos financieros de opción y los contratos de permuta financiera, siempre que sus objetos sean valores negociables, índices, divisas, tipos de interés, o cualquier otro tipo de subyacente de naturaleza financiera, con independencia de la forma en que se liquiden y aunque no sean objeto de negociación en un mercado secundario, oficial o no. / c) Los contratos u operaciones sobre instrumentos no contemplados en las letras anteriores, siempre que sean susceptibles de ser negociados en un mercado secundario, oficial o

aquellos que siendo objeto de negociación en los mercados españoles, no estaban incluidos en la categoría de valores negociables[11].

En el marco de la Unión Europea se expidió en 2004 la Directiva 39 del Parlamento Europeo y del Consejo (21 de abril de 2004), sobre los mercados de instrumentos financieros (que modifica las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo). De acuerdo con los lineamientos de esta directiva los valores negociables integran la categoría legal de instrumentos financieros. Este concepto sirve para englobar distintos instrumentos de naturaleza dispar: tanto los valores negociables como los contratos financieros[12], estos últimos, entendidos como contratos bilaterales cuyo valor deriva de un activo financiero subyacente, dentro de los cuales se incluyen los instrumentos derivados (opciones, futuros, swaps, etc.)[13]. La Directiva 39 de 2004 sobre el mercado de instrumentos financieros (MiFID) se introdujo en el ámbito del derecho español mediante la Ley 47 de 2007. Desde la perspectiva del derecho español, como ya se indicó, los valores negociables entraron a formar parte de los llamados instrumentos financieros. En tal sentido, el concepto de instrumento financiero entró a ser el concepto delimitador del mercado de valores

---

no, y aunque su subyacente sea no financiero, comprendiendo, a tal efecto, entre otros, las mercancías, las materias primas y cualquier otro bien fungible. / A los instrumentos financieros, les serán de aplicación, con las adaptaciones precisas, las reglas previstas en esta Ley para los valores negociables". Al respecto, la exposición de motivos de la ley señaló: "Pasando ya al texto de la ley de reforma, el artículo inicial introduce algunos cambios en el Título I de la Ley 24 de 1988. En primer lugar, como consecuencia del elenco de instrumentos financieros comprendidos en el nuevo ámbito de la ordenación de los mercados, que sobrepasan la categoría de los valores negociables, se extiende a aquellos la disciplina aplicable a los últimos, para de este modo integrar a las nuevas realidades financieras (v. gr. swaps, fras, opciones, futuros, etc.) que tienen presencia en nuestros mercados". Cfr. *Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores* [en línea], disponible en *http://noticias.juridicas.com/base_datos/Fiscal/l37-1998.html#a1* [consulta: 3 de abril de 2016].

[11] Eduardo Barrachina, *Derecho del mercado de valores,* Madrid, Difusión jurídica y Temas de Actualidad S. A., 2011, pág. 196.

[12] Al respecto Barrachina afirma: "La noción de instrumentos financieros es de acuñación reciente y engloba los valores negociables y los contratos financieros. Se trata del concepto cardinal sobre el que se ha diseñado el nuevo derecho europeo del mercado de valores. Es cierto que en coherencia con este concepto debiera hablarse de «mercado de instrumentos financieros» en lugar de «mercado de valores»". *Op. cit*., pág. 126.

[13] Eduardo Barrachina, *op. cit*., pág. 42.

español al paso que el concepto de valor negociable queda como una categoría de este[14].

En Chile, la ley del mercado de valores (Ley 18.045 de 1° de octubre de 1981) desarrolla la materia desde el punto de vista de la noción de valores; los elementos característicos corresponden a la negociabilidad y transferencia de títulos, para lo cual enumera a manera de ejemplo las acciones, opciones de compra, bonos, etc., e incluye en particular cualquier crédito o inversión[15].

En Perú, el objeto del mercado de valores lo constituyen los valores mobiliarios (art. 3° del decreto legislativo 861 de 1996). Las características fundamentales que desarrollan la noción de valores mobiliarios son la emisión en forma masiva y su libre negociabilidad. El artículo citado señala que "Son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor". Agrega que para los efectos de la ley del mercado de valores, las negociaciones de derechos e índices referidos a valores mobiliarios se equiparan a tales valores. Así mismo, establece que cualquier limitación a la libre transmisibilidad de los valores mobiliarios contenida en el estatuto o en el contrato de emisión respectivo, carece de efectos jurídicos.

En México, de acuerdo con la ley del mercado de valores se definen como valores "… las acciones, partes sociales, obligaciones, bonos, títulos opcionales, certificados, pagarés, letras de cambio y demás títulos de crédito, nominados o innominados, inscritos o no en el Registro, susceptibles de circular en los mercados de valores a que se refiere esta ley, que se emitan en serie o en masa y representen el capital social de una persona moral, una parte alícuota de un bien o la participación en un crédito colectivo o cualquier derecho de crédito individual, en los términos de las leyes nacionales o extranjeras aplicables"[16].

[14] La Ley 37 de 1998 se refería a los "valores negociables". La redacción de la Ley 47 de 2007 se refiere a "instrumentos financieros", entre los cuales se encuentran los valores negociables.

[15] El art. 3° de la Ley 18.045 define la noción de valor de la siguiente manera: "[...] cualesquiera títulos transferibles incluyendo acciones, opciones a la compra y venta de acciones, bonos, *debentures*, cuotas de fondos mutuos, planes de ahorro, efectos de comercio y, en general, todo título de crédito o inversión".

[16] Ley del mercado de valores, art. 2°, Diario Oficial de la República de México, 30 de diciembre de 2005.

2. El concepto de valor en Colombia

A) *El concepto de valor y el mercado de valores*

En nuestro ordenamiento el concepto de valor surge a partir de una asociación directa con el mercado de valores. El decreto 2969 de 1960, al definir las bolsas de valores, señalaba que su objeto era la negociación de valores y toda clase de bienes susceptibles de dicho género de comercio, de manera que desde los primeros antecedentes normativos en esta materia los bienes objeto de negociación correspondieron de manera genérica a la noción de valor. Posteriormente, la Ley 32 de 1979 al señalar los elementos que integraban el mercado público de valores introduce el concepto de documentos emitidos en serie o en masa, que entra a constituir el eje a partir del cual se organiza la estructura del mercado de valores. La Ley 32 citada menciona de manera indistinta *documentos* y *valores* en relación con la negociación en el mercado de valores[17].

Las diferentes disposiciones relacionadas con el tipo de bienes objeto de transacción nunca hicieron referencia a la negociación de títulos-valores; tampoco las expresiones *documentos* y *valores* se plantearon como sinónimos de dicha clase de títulos. Por otra parte, la noción de mercado de valores se desarrolló bajo el supuesto de ser un mercado organizado, en el cual el objeto de su negociación correspondía a una noción mucho más amplia y no restringida al ámbito de los títulos-valores del Código de Comercio, identificada con la definición de documentos y valores negociables. La Ley 964 de 2005 entra a regular el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores. Como sucedía con el marco normativo anterior a la mencionada ley, el concepto de valor continuó siendo uno de los ejes a partir del cual se estructura la noción del mercado de valores; ello fue así con el decreto 2969 de 1960, la Ley 32 de 1979, la Ley 35 de 1993, y con mayor relevancia a partir de la Ley 964 de 2005.

La vinculación entre el concepto de valor y el mercado de valores es evidente. Se trata de una estructura cuyo centro de atención es la noción de valor, que está ligada con el manejo y aprovechamiento de

[17] Para un análisis detallado sobre el concepto de valor en la Ley 32 de 1979, y una visión crítica de este régimen, véase a Eduardo Cifuentes Muñoz, *El concepto de valor: reflexiones críticas a la luz del derecho comparado y del derecho colombiano*, Bogotá, Universidad de los Andes, Facultad de Derecho, 1985, págs. 99 a 124.

recursos captados del público, y las distintas funciones calificadas como actividades del mercado de valores[18], las cuales configuran la arquitectura del mercado de valores. Todas ellas están relacionadas de manera directa con todos los aspectos que afectan las diferentes operaciones y transacciones que pueden efectuarse con valores: la emisión y oferta, la intermediación, la administración y negociación, el depósito, la administración de sistemas de negociación, compensación y liquidación, calificación de riesgos, y otras actividades como el suministro de información al mercado de valores y la autorregulación.

a) *Noción.* El estudio y análisis de lo que constituye la noción de valor debe considerar la posición de este concepto dentro del marco de la regulación de valores y el alcance que dicha regulación debe tener. Tal y como ya se planteó, como concepto está atado al manejo y aprovechamiento de recursos captados del público, y las distintas funciones calificadas como actividades del mercado de valores, su arquitectura, función económica y la posición y derechos de los inversionistas. En otros términos, no es un concepto aislado cuya única función sea la de identificar la naturaleza jurídica de un determinado instrumento; por el contrario, va más allá y tiene que ver principalmente con la aplicación de la regulación del mercado de valores a un determinado instrumento en sus diferentes fases, desde su creación, emisión, colocación, negociación, así como las diferentes relaciones que puedan darse entre emisores e inversionistas y entre estos y los intermediarios y demás entidades del mercado de valores.

El concepto de valor se establece para efectos de la Ley 964 de 2005. Se trata de una categoría legal dispuesta de manera específica en relación con el ámbito de dicha ley y de la regulación que pueda derivarse de ella. En otros términos, desde el punto de vista jurídico, corresponde al instrumento con fundamento en el cual se estructura el mercado de valores, de manera que cualquier clase de derecho de contenido patrimonial o instrumento financiero que se negocie en ese mercado debe corresponder y tener la categoría de valor de conformidad con el artículo 2º de la Ley 964 de 2005.

El valor como concepto jurídico, esto es, como derecho de naturaleza negociable, existe en relación con el mercado de valores, de manera que solo se habla y se reconoce tal categoría en relación con dicho mercado. Esto significa que los valores —como categoría jurídica— por fuera

[18] El art. 3° de la Ley 964 de 2005 establece cuáles son las actividades del mercado de valores.

del ámbito del mercado de valores, no existen. En otros términos, cualquier instrumento, documento o derecho de contenido patrimonial que pueda ser negociable, en tanto no esté dentro de los supuestos que desarrolla la Ley 964 de 2005, no tiene la categoría de valor, no puede calificarse como tal y el gobierno nacional tampoco puede reconocerle tal naturaleza.

El concepto que ha desarrollado el artículo 2º de la Ley 964 de 2005 establece: "Para efectos de la presente ley será valor todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público [...]". Tales elementos son los que debe reunir cualquier derecho negociable para ser calificado como valor y formar parte por supuesto del mercado de valores.

Conforme a estas premisas cualquier título, instrumento, contrato o derecho que reúna los elementos que establece la ley para ser valor, debe ser considerado como tal dando prelación al sentido económico y financiero sobre la forma, al determinar si algún derecho o instrumento es un valor y, en consecuencia, debe estar sujeto a la aplicación de toda la regulación del mercado de valores.

b) *Elementos*. La característica que identifica el entendimiento de lo que es un valor definitivamente está atado a la noción de mercado de valores. Corresponde al objeto de negociación, respecto del cual recaen todas las actividades del mercado de valores. Como tal corresponde al instrumento o documento, físico o electrónico, que es objeto de las diferentes operaciones y transacciones que pueden ejecutarse, incluyendo todas las actividades asociadas con el manejo, custodia, liquidación y compensación de las operaciones.

En este sentido, los elementos que configuran la noción de valor están determinados por cada uno de los aspectos necesarios para que el documento o instrumento que se negocie represente jurídicamente los derechos de contenido económico que los diversos agentes del mercado de valores pretenden negociar. El artículo 2º de la Ley 964 de 2005 contiene los elementos necesarios para estructurar el concepto de valor. Se trata, ante todo, de derechos de contenido patrimonial o activos financieros que se desagregan de la siguiente manera: (i) un derecho instrumentado en un documento, físico o electrónico; (ii) ser negociable, (iii) hacer parte de una emisión, y (iv) tener por objeto o efecto la captación de recursos del público.

La referencia a un derecho de contenido económico instrumentado en un documento, físico o electrónico, se relaciona con representar

tal derecho en un determinado documento (un título, un contrato, una acción, un bono, etc.). En otros términos, la incorporación del derecho en el documento, lo cual, desde el punto de vista de los títulos-valores, corresponde a la relación existente entre el valor como documento y el ejercicio del derecho que en él se menciona. Esto corresponde esencialmente al fenómeno de la incorporación conforme al cual se da una cosificación del derecho, de tal manera que ello se traduce en la existencia de una unidad entre el derecho y el documento. En este sentido, la remisión que hace el parágrafo 5º del artículo 2º de la Ley 964 de 2005 de las características y atributos de los títulos-valores a los valores es absolutamente relevante.

Además el derecho de contenido patrimonial debe ser negociable. Esto significa que el derecho instrumentado en un valor tenga la posibilidad de ser transmitido, de ser enajenado mediante los diferentes mecanismos admisibles desde el punto de vista de nuestro ordenamiento jurídico. La Ley 964 de 2005 no establece ninguna limitación al respecto, por lo cual es claro que podrá ser transmitido por cualquiera de los medios que prevé la ley, bien sea por endoso o por cesión. Ahora bien, considerando la remisión de las características y los atributos de los títulos-valores a los valores, el mecanismo ordinario de negociación de los valores es el endoso, independientemente de la operación que se efectué en el mercado de valores y de que la operación se haga por conducto de una bolsa de valores, un sistema centralizado de operaciones o en el mercado mostrador (OTC).

En adición a tratarse de un derecho de contenido económico susceptible de ser negociado, es necesario que el documento en el cual se haya instrumentado forme parte de una emisión. Este aspecto plantea una dificultad inicial, porque es necesario precisar qué es una emisión y cuándo un determinado documento forma parte de ella. A pesar de que la creación de derechos e instrumentos negociables requiere de un proceso de emisión, tal y como sucede respecto de los títulos-valores, es necesario precisar que en relación con el concepto de valor la mención de formar parte de una emisión tiene mayor alcance y no se limita al acto de creación y emisión de un título o títulos determinados. En este sentido, una emisión de valores connota la articulación de los diferentes actos y requisitos jurídicos que se requieren para emitir y colocar valores en el mercado de valores. El decreto 2555 de 2010 (antes de la modificación introducida mediante el decreto 3690 de 2010) definía en el artículo 2.14.2.2.2 (parg. 2°) lo que se entiende por emisión de valores en relación con el depósito de emisiones, señalando que para

efectos del artículo 22 de la Ley 27 de 1990, se entiende por emisión el conjunto de valores de la misma naturaleza que se encuentre en una cualquiera de las siguientes situaciones: "a) Que haya sido creado en masa en virtud de un acto único; b) que se trate de valores seriales que se creen en desarrollo de una única decisión expedida por la junta directiva de la entidad, o por el órgano que haga sus veces, o c) que se trate de valores seriales creados en virtud de una misma facultad legal, en aquellos eventos en que su emisión no requiera la previa autorización de la junta directiva de la entidad o del órgano que haga sus veces".

El decreto 2555 de 2010 no reparaba en que la noción de documentos emitidos en serie y en masa desapareció a partir de la expedición de la Ley 964 de 2005 y la derogatoria del artículo 6º de la Ley 32 de 1979, por lo cual, a pesar de que las referencias al carácter serial y masivo están vigentes, no deben considerarse en relación con los procesos de emisión y la emisión de valores. El aspecto que definitivamente debe tenerse en cuenta para entender del concepto de emisión es que se trate de valores de la misma naturaleza, creados en virtud de un acto único por parte del órgano de la entidad emisora competente para ello y sobre la base de que se haya dado cumplimiento a las formalidades legales que la ley y los estatutos establezcan.

Por último, es necesario que la emisión tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público. Este elemento también plantea dificultades en su comprensión. En efecto, no es suficiente con disponer de un derecho de contenido patrimonial de naturaleza negociable y que el mismo sea parte de una emisión, entendiendo por esto que se haya dado un proceso de acuerdo con las formalidades legales y estatutarias aplicables al emisor; adicionalmente se requiere que los documentos o instrumentos emitidos tengan por objeto o efecto la captación de recursos del público. Si no se da esta situación los instrumentos emitidos no tienen la calidad de valor.

Ahora bien, un análisis completo de este problema supone considerar algunos aspectos adicionales. Por una parte, cuál es la valoración de este problema respecto de documentos o instrumentos calificados por la ley como valores o por los que posteriormente el gobierno nacional les ha reconocido la calidad de valor. Si suponemos a manera de ejemplo la emisión de acciones de una sociedad cuyas acciones no están inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) ni en bolsa (y cuya oferta ha sido dirigida a un número de accionistas inferior al límite que se considera para las ofertas públicas), tales acciones no pueden entenderse como valores desde el punto de vista de

la Ley 964 de 2005 y, en consecuencia, ni la sociedad ni sus acciones están sujetas a la regulación del mercado de valores[19]. En el supuesto contrario, es decir, tratándose de una sociedad que tiene inscritas sus acciones en el RNVE y en bolsa, ese solo hecho significa que sus acciones califican dentro del concepto de valores y en consecuencia el emisor y sus acciones están sujetos al régimen del mercado de valores. En este caso, cuando las acciones han sido inscritas para su negociación en el mercado secundario, la asociación con el elemento de tener por objeto o efecto la captación de recursos del público se determina por el hecho de que distintos ahorradores e inversionistas pueden acudir al mercado secundario a invertir sus excedentes de liquidez en tales acciones. Si examinamos la situación de ese mismo emisor desde el punto de vista de una emisión de valores dirigida al mercado primario para ser colocada mediante oferta pública, es claro que el objeto es captar recursos del público. En la situación contraria, esto es, cuando ese mismo emisor efectúa una emisión para ser colocada exclusivamente entre un sector de accionistas mediante una oferta privada, si bien el objeto de esa emisión y colocación de acciones no es captar recursos del público, nos encontramos ante la emisión de una acciones que en virtud de su inscripción en el RNVE y en bolsa ya están incluidas en la calificación de valores y, por otra parte, el hecho de que las acciones emitidas cuenten con un mercado secundario organizado, ello supone lograr el efecto de captar recursos del público. Es claro entonces que el elemento de la captación de recursos del público se da no solo por la convocatoria o llamado a la inversión que supone una emisión de acciones o de otra clase de instrumentos dirigida de manera general al mercado primario, sino también por la posibilidad que tienen dichos valores de contar con un mercado secundario al cual puede acceder libremente cualquier ahorrador o inversionista.

c) *Naturaleza jurídica.* Hemos dicho que la noción de valor está relacionada directa e íntimamente con el mercado de valores. De hecho el concepto que desarrolla la ley está restringido al ámbito de dicho

[19] En este caso la cantidad de recursos captados mediante la emisión de acciones de una sociedad no inscrita en el RNVE y en bolsa no tiene relación con la captación de recursos del público, entre otras razones por la naturaleza jurídica de las acciones. En otros casos, este aspecto puede ser relevante, por ejemplo cuando se acude a la emisión de instrumentos de deuda incluidos instrumentos calificados como valores por la Ley 964 de 2005. Cabe preguntar cuál es el criterio para determinar si hay o no una captación de recursos del público, la cantidad de recursos captados, el número de personas que entregaron sus recursos a cambio de dichos instrumentos, los criterios que determinan si hay captación masiva de recurso del público o la noción de oferta pública.

mercado, a las actividades que forman parte del mismo, así como a todas las reglas relacionadas con las diferentes circunstancias a que está expuesto un instrumento de esta naturaleza, desde su creación, emisión, colocación, así como su interacción con el mercado primario y secundario de valores y las múltiples operaciones que pueden desarrollarse en los diferentes espacios del mercado de valores. Es en últimas una noción cuya naturaleza atiende un principio de protección y certeza del manejo del ahorro público en el mercado de valores.

En cierto sentido el valor como un bien[20] o mercancía negociable en el mercado de valores supone contar con un instrumento que permita captar recursos del público y su representación a través de un documento o instrumento idóneo del contenido patrimonial y la disposición del derecho que incorpora. En este sentido el valor es un instrumento de contenido patrimonial, negociable dentro del ámbito específico del mercado de valores. Supone, por tanto, un proceso de creación, instrumentación y emisión, que permite un manejo regulado del ahorro público, así como la inversión y circulación desde y hacia los diferentes agentes del mercado de valores: emisores, ahorradores, inversionistas, intermediarios. Como concepto tiende a reconocer una realidad económica de circulación de la riqueza y la interacción de quienes demandan recursos y los que poseen excedentes para la inversión mediante un instrumento que permite a los emisores captar recursos para su financiación y a los inversionistas y ahorradores colocarlos y negociarlos en el mercado.

Ciertamente se trata de un marco amplio dentro del cual se puede incluir diferentes clases de activos e instrumentos sin limitaciones particulares de forma y contenido, que responden al régimen jurídico propio del mercado de valores y por remisión a la generalidad de los atributos de los títulos-valores con excepción de la acción cambiaria de regreso. Sin embargo, cabe precisar que el concepto de valor no se introduce ni responde a una asimilación o parte de la noción de los títulos-valores. En este sentido, se trata de una categoría jurídica autónoma e independiente, que existe por y para el mercado de valores.

[20] En relación con la naturaleza jurídica de los títulos-valores, la Corte Suprema de Justicia ha señalado que estos son bienes mercantiles que pueden ser objeto de dominio, posesión y tenencia (ver sent. de 30 noviembre 1999, M. P. Carlos Ignacio Jaramillo, "G. J.", t. CCLXI, núm. 2500, pág. 1226, citada y comentada Cesar Valencia Copete y Luis Ramón Garcés, *Derecho de los títulos valores, Corte Suprema de Justicia 1972–2008,* Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2008, pág. 731.

B) *Valores y títulos-valores*

a) *Similitudes y diferencias.* Como se ha dicho, los valores son una categoría jurídica autónoma e independiente respecto de los títulos-valores. Es claro que los valores no son títulos-valores y que forman parte de ámbitos diferentes. Sin embargo, estudiar el concepto de valor hace inevitable la referencia a los títulos-valores. La nota característica de estos se deriva de su definición: legitimidad, literalidad, autonomía e incorporación, y de su forma de circulación. En el surgimiento del concepto de valor tales elementos han estado siempre presentes. Tanto en los títulos-valores como en los valores el elemento determinante está en la cosificación del derecho en un documento y en la asimilación de uno y otro, es decir, la conjunción entre el derecho y el instrumento que lo comprende.

En este orden, las similitudes entre uno y otro parten de la efectividad que tiene la instrumentación e incorporación de un derecho de contenido patrimonial y las bondades de la forma como circulan o se transfieren los derechos incorporados. En cierto sentido permiten la libre circulación de la riqueza sin mayores restricciones.

Por su parte, las diferencias se presentan con especial referencia al tipo de relaciones que atienden. El régimen de los títulos-valores que desarrolla el Código de Comercio está planteado prácticamente en su totalidad para servir relaciones entre deudor y acreedor, sin que en ellas medie un interés público, a diferencia de lo que sucede en el ámbito del mercado de valores. Sin duda, no están concebidos como instrumentos de captación de recursos del público sino como una forma de documentar relaciones crediticias entre dos partes determinadas. A diferencia de lo anterior, el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público constituyen desde el punto de vista constitucional una actividad de interés público, de manera que el concepto de valor, tal y como es desarrollado por la Ley 964 de 2005, constituye el elemento con fundamento en el cual se manejan una serie de relaciones jurídicas y patrimoniales en las cuales está presente el interés público. De hecho, junto al concepto jurídico de valores, la regulación del mercado público de valores se dirige en una gran medida a reglar y proteger el interés de los ahorradores e inversionistas. En este sentido, esta es la gran diferencia que se presenta entre los títulos-valores y los valores. En los primeros no existe un marco jurídico que se extienda más allá de las reglas que establece el Código de Comercio, mientras que en los segundos, el valor como instrumento de negociación del

mercado de valores está ligado a una completa regulación que complementa el valor como documento en el cual se instrumenta la captación de recursos del público por los emisores y la inversión de recursos de los ahorradores e inversionistas.

Ejemplos de lo anterior se pueden apreciar en lo que es un proceso de emisión de acciones no inscritas en el RNVE; en este caso el proceso de emisión —regulado íntegramente por el Código de Comercio— se limita exclusivamente a la adopción del reglamento de emisión y colocación de acciones, la oferta y su aceptación. Tratándose de una emisión de acciones dirigida al mercado de valores, la creación, la emisión de las acciones y la adopción del reglamento de emisión y colocación es apenas una parte del proceso[21]. La intención de que tales acciones se dirijan al mercado de valores, sean objeto de inversión por los ahorradores e inversionistas y de las diferentes operaciones que pueden desarrollarse por conducta de una bolsa de valores, supone un proceso previo de ingreso al mercado de valores mediante la inscripción en el RNVE y de ser el caso en bolsa, la entrega y difusión de información al mercado de valores por medio del RNVE y del prospecto de información necesario para toda emisión de valores. La existencia de instrumentos de representación colectiva de los inversionistas, así como las obligaciones de información, calificación de valores y depósito emisiones, también ejemplifican las diferencias entre emitir un título-valor y un valor, y el grado de complejidad y la necesidad de una documentación complementaria para que pueda emitirse y ponerse en circulación un determinado valor.

Una expresión adicional de las diferencias entre títulos-valores y valores, la muestra el énfasis que la legislación pone en los emisores de valores. Las legislaciones han venido desarrollando cuerpos normativos con los cuales se han ido creando una especie de estatutos especiales para las sociedades emisoras de valores[22], y se han establecido reglas societarias específicas para los emisores, de transparencia, manejo de información, auditorías, funcionamiento de juntas directivas, órganos de control, etc. En el caso colombiano, la Ley 964 de 2005 estableció en materia de emisión de acciones un contenido específico

[21] Tratándose de emisiones de valores, el marco legal aplicable se rige fundamentalmente por la Ley 964 de 2005, el decr. 2555 de 2010 y el Código de Comercio.

[22] Como es el caso de España en donde se adoptó la ley de transparencia del mercado con especial énfasis en las sociedades emisoras de valores. También se puede citar como ejemplo la Ley 964 de 2005, en la cual también se incluyeron algunas normas sobre sociedades emisoras de valores.

del reglamento de suscripción de acciones, al cual deben sujetarse las sociedades emisoras de valores, mientras que las sociedades no emisoras continuarán aplicando el Código de Comercio en esta materia.

b) *La remisión de los atributos y características de los títulos-valores a los valores*. La remisión que el parágrafo 5º del artículo 2° de la Ley 964 de 2005 hace en relación con los valores al régimen de los títulos-valores, responde a un sentido práctico. El régimen cambiario de los títulos-valores está enmarcado por una regulación completa que ha probado su eficacia respecto del proceso de creación y emisión, la forma de circulación, los principios de legitimación, literalidad, autonomía e incorporación, e incluso las clases de títulos por orden o como promesa de pago, todos los cuales resultan útiles respecto de la función y la forma como operan y circulan los valores en el mercado de valores.

El reconocimiento y remisión de tales atributos le da sentido de certeza respecto de la forma y naturaleza jurídica. Así sucede con las diferentes circunstancias que pueden darse en su existencia, tales como la emisión, circulación, cobro, gravámenes que los puedan afectar, pérdida, reposición, fraccionamiento, englobe, clases de títulos y registro y ejercicio de la propiedad.

No se trata de un régimen legal prestado o, como se podría afirmar, de una forma de encubrir las deficiencias de unos documentos que aunque funcionan en parte de acuerdo con los principios y reglas de los títulos-valores no se reconocen como tales. Los valores y su régimen tienen su fuente en los títulos-valores, pero como concepto se separan en función de las necesidades propias de relaciones colectivas, el manejo y protección del ahorro público, incluida la importancia de instrumentar de manera adecuada la demanda y toma de recursos del ahorro público y el cubrimiento y la protección de los intereses de los ahorradores e inversionistas.

En esta perspectiva, el efecto de la remisión a las características y prerrogativas propias de los títulos-valores significa una certeza absoluta del régimen legal aplicable a los valores, visto como instrumentos que incorporan derechos patrimoniales negociables, de manera que se elimina cualquier riesgo de interpretación respecto de su naturaleza, los derechos que incorpora, la circulación, la exigibilidad, etc.

c) *La acción cambiaria de regreso.* La remisión y aplicación de las características de los títulos-valores a los valores tiene como excepción la inaplicabilidad de la acción cambiaria de regreso. Como es sabido, la función de la acción cambiaria se concreta en la posibilidad de re-

clamar el o los derechos que se incorporan en un determinado título-valor[23], es decir, el derecho que tiene el tenedor de un título-valor de exigir al deudor el reconocimiento y pago de los derechos incorporados en él. La acción cambiaria directa corresponde a aquella que se dirige contra el primer obligado (aceptante de una letra o quien se obligó a título de promesa en un pagaré). Por su parte, la acción cambiaria de regreso es la que se puede ejercer contra cualquier otra parte de la relación cambiaria24, principalmente los endosantes. En el régimen de los títulos-valores el tenedor de un título podrá ejercer su acción de manera directa o en vía de regreso, de manera que para el ejercicio de los derechos incorporados en el título tiene la opción de dirigirse contra el principal obligado (aceptante o su emisor), o a su elección, en vía de regreso respecto de los endosantes.

La acción cambiaria de regreso, por expresa disposición de la remisión que hace el parágrafo 5º del artículo 2º de la Ley 964 de 2005, no se aplica a los valores, de manera que tratándose del mercado de valores y específicamente de los valores que ordinariamente se emiten y negocian en él, sus tenedores (inversionistas o intermediarios) no podrán ejercer los derechos incorporados en un valor en vía de regreso, esto es, respecto de los diferentes endosantes, o en otros términos, la cadena de inversionistas que han negociado un determinado título en el mercado secundario[25].

¿Cuál es la razón que explica esta limitación en la remisión a los atributos de los títulos-valores? Como respuesta a este interrogante, diríamos que es la propia estructura del mercado de valores. Los emisores de valores acuden al mercado con la finalidad de buscar recursos y los ahorradores e inversionistas lo hacen en el sentido contrario, para colocar sus excedentes de liquidez. La consideración sustancial a este respecto es que la relación que se establece entre emisores e inversionistas atiende principalmente las condiciones del emisor; la regulación del mercado de valores busca que las condiciones financieras, econó-

[23] Cfr. Bernardo Trujillo Calle, *De los títulos valores*, t. i, 8ª ed., Bogotá D. C., Temis, 1996, pags. 184 y ss.

[24] Trujillo Calle, *op. cit.*

[25] Los arts. 2.14.3.1.11 y 2.14..1.12 del decr. 2555 de 2010 (normas incorporadas del decr. 437 de 1992), resultan claramente desuetas y deberían haberse consideradas derogadas tácitamente por la Ley 964 de 2005 (incluso desde la Ley 35 de 1993), en razón a la inaplicabilidad de la acción cambiaria de regreso a los valores. En ese sentido no tiene ninguna relevancia ni utilidad la renuncia a las acciones en vía de regreso y la mención al endoso sin responsabilidad para valores objeto de depósito.

micas, contables y jurídicas del emisor se transmitan al mercado, y dentro de este a los inversionistas e intermediarios de valores, en las mayores condiciones de transparencia, lo cual supone la revelación de tal información con la mayor exactitud posible. Por supuesto, las condiciones del emisor —su solvencia—, son las que interesan a los diversos agentes que participan en el mercado de valores y, en consecuencia, no las condiciones de solvencia de los diferentes inversionistas que han negociado un determinado valor. Desde el punto de vista del cumplimiento de las obligaciones y de los derechos incorporados en un determinado valor, cabe señalar que las que interesan son, tanto en el mercado primario como en el secundario, las condiciones del emisor y en ningún sentido las de los inversionistas que han sido tenedores de valores emitidos y negociados en el mercado de valores.

Uno de los aspectos fundamentales de la organización del mercado de valores lo constituye la certeza sobre los derechos que incorporan los activos negociados, las partes de los mismos y la exigibilidad de tales derechos. Esto supone, entre otras cosas, una absoluta certidumbre sobre los derechos y obligaciones de quienes participan en el mercado de valores, de manera que, por una parte, las condiciones de los emisores sean ciertas y estén permanentemente al alcance de todos los interesados y, por otra, que exista plena certeza sobre los derechos de los inversionistas, al tiempo que sus obligaciones no se extiendan más allá de esa condición.

La certeza sobre quien es el obligado respecto de los derechos incorporados en un valor, así como sobre el tipo de acciones cambiarias disponibles, permite concentrar la atención sobre las condiciones del emisor. El hecho de que los valores —por efecto de la remisión que hace la ley— no incorporen la acción cambiaria de regreso, permite que el inversionista pueda actuar con absoluta tranquilidad en el mercado, especialmente sobre el hecho de que ante una eventual insolvencia del emisor, no le será exigida responsabilidad por los derechos incorporados en un valor y menos aún el cumplimiento de los mismos. Si los activos financieros negociados en el mercado de valores incorporan la acción cambiaria de regreso, ni más ni menos que los inversionistas podrían ser sujetos de la exigibilidad sobre el cumplimiento de las obligaciones incorporadas en los valores negociados. Por eso, la eliminación de la acción cambiaria de regreso resulta no solo necesaria para el funcionamiento del mercado, sino que es compatible con toda la estructura de su funcionamiento y regulación. En efecto, gran parte de la estructura del sistema de información del mercado de valores se

concentra en los emisores de valores y considera la entrega y difusión permanente y continua de información financiera, contable, económica y jurídica de los emisores y de acuerdo con ello el conocimiento de las condiciones de los emisores, de manera que es tal información y no la de los que han actuado en el mercado secundario la que cualquier inversionista —por lo menos teóricamente— considera en sus decisiones de inversión.

d) *Utilidad de la noción de valor.* Examinaremos la utilidad de la noción de valor desde dos perspectivas diferentes: la jurídica, que permite tener una dimensión sobre su alcance, y la de su función en el mercado de valores, lo cual permite apreciar su relevancia como elemento fundamental de la organización de este mercado.

Desde el punto de vista jurídico, la noción, sus condiciones y características, parten de un proceso en el cual el punto fundamental de análisis lo constituye la captación de recursos del público, que comprende su manejo, aprovechamiento e inversión[26], la idoneidad en la incorporación de los derechos en los activos (su vocación crediticia) y su libre y eficiente circulación (vocación circulatoria). La realidad muestra que la noción o concepto de valor no se erige sobre la base de crear un instrumento específico y determinado, de cierta manera nuevo o fundacional. Se parte del hecho fundamental de que el mercado de valores no solo existe sino que es una realidad social y económica, y que en él o al margen del mismo se emiten, negocian y transfieren una serie de instrumentos, en la mayoría de los casos objeto de una reglamentación completa, tal y como sucede con las acciones y los bonos. Al respecto, la ley, luego de enunciar los elementos que integran la noción de valor, extiende sus efectos e incluye dentro de dicha noción, una diversidad de instrumentos ya existentes[27], de manera que tiene un efecto agrupador o integrador de los diferentes instrumentos que se negocian en el mercado de valores bajo la categoría general de valor. En este sentido, es claro que todos los activos que se emitan y negocien, independientemente de sus condiciones jurídicas particulares, son valores. Lo anterior genera un elemento de homogeneización de los *derechos negociables* que pueden formar parte del mercado de

[26] Arts. 1º, 2º y 4º (a), de la Ley 964 de 2005.

[27] De acuerdo con el art. 2º de la Ley 964 de 2005, tales instrumentos son: acciones, bonos, papeles comerciales, certificados de depósito de mercancías, cualquier título o derecho resultante de un proceso de titularización, cualquier título representativo de capital de riesgo, certificados de depósito a término, aceptaciones bancarias, cédulas hipotecarias y cualquier título de deuda pública.

valores, tanto en su etapa de emisión (mercado primario) como en sus sucesivas negociaciones (mercado secundario).

La atribución de las características y prerrogativas de los títulos-valores a la noción de valor, establece un marco claro y preciso sobre la naturaleza jurídica y el régimen legal aplicable a los valores, especialmente desde el punto de vista de su vocación crediticia y circulatoria, y certeza sobre el contenido de los derechos negociables que se incorporan en un determinado valor[28]. El sentido de la definición de los elementos y de la naturaleza jurídica de los valores y de la atribución de las características propias de los títulos-valores, se destaca principalmente en la creación y emisión, y circulación de los valores, y en los principios de legitimación, literalidad, autonomía e incorporación, así como en el tratamiento legal que habrá de darse a diferentes eventos situaciones como su exigibilidad, cobro, gravámenes, pérdida, reposición, fraccionamiento, englobe, clases de títulos y registro y ejercicio de la propiedad.

La noción de valor también constituye un principio de protección a los inversionistas derivado del contenido del parágrafo 5º del artículo 2º de la Ley 964 de 2005, mediante la exclusión de la acción cambiaria de regreso, medidas de restablecimiento del derecho, comiso e incautación en relación con valores inscritos adquiridos por terceros, siempre que se haya obrado de buena fe exenta de culpa[29], lo cual se aplica independientemente de que los valores se hayan adquirido por medio de sistemas transaccionales de negociación o por fuera de estos[30].

[28] Este aspecto es particularmente útil en relación con ciertos instrumentos como los títulos o derechos resultantes de un proceso de titularización, títulos representativos de capital de riesgo, y cualquier otra clase de instrumentos que no correspondan a ciertas categorías definidas y reglamentadas por la ley, que cumpla con los elementos de la noción de valor y que hayan sido aceptadas como tal por el gobierno nacional.

[29] La Corte Constitucional ha definido el contenido del principio de la buena fe reconocido por la Constitución como elemento fundante de las actuaciones tanto de la autoridad como de los particulares. Ha dicho que se trata de un valor inherente a la idea de derecho, que exige a los operadores jurídicos ceñirse en sus actuaciones "a una conducta honesta, leal y acorde con el comportamiento que puede esperarse de una persona correcta («vir bonus»), y que se sustenta en la confianza, seguridad y credibilidad que generan las actuaciones de los demás". Por su parte, la exigencia de que se actúe de buena fe exenta de culpa es un ejemplo de ciertas limitaciones que ayudan a precisar el concepto, para lo cual se requiere de desplegar, más allá de una actuación honesta, correcta, o apoyada en la confianza, un comportamiento exento de error, diligente y oportuno, de acuerdo con la finalidad perseguida y con los resultados que se esperan. Cfr. Corte Const., sent. C–963 de 1999.

[30] Un aspecto que resulta interesante en relación con el ejercicio de los derechos y el principio de buena fe exenta de culpa se encuentra en el contenido del art. 2.14.3.1.10

Desde el punto de vista de la función del concepto de valor en el mercado de valores, este constituye un elemento fundamental de su organización y funcionamiento. Es el activo objeto de las transacciones que se ejecutan en el mercado de valores y en tal sentido constituye el elemento común que permite acercar a los emisores e inversionistas en el mercado primario, y a los diferentes inversionistas en el mercado secundario.

Constituye el instrumento de captación de recursos del público en el mercado de valores. Esto permite afirmar que solo mediante instrumentos que tengan la calificación de valores es posible ejecutar cualquier actividad u operación que suponga el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público. La consecuencia que se deriva de esto es que con ello es posible delimitar quienes pueden acudir y cómo se puede acudir al mercado de valores. La utilidad se puede apreciar por supuesto en el control de cualquier actividad que pueda suponer captación de recursos del público, dado que ello solo es posible por medio de la emisión de valores y sobre la base de que se ha dado cumplimiento a todos los requisitos, procedimientos y autorizaciones societarias y gubernamentales.

Lo anterior vuelve a enfatizar un aspecto al cual ya se ha hecho referencia: se trata de que uno de los efectos de la noción de valor es el de que todo aquello que tenga tal connotación o esté dentro de dicha categoría queda sujeto a la aplicación de la regulación del mercado de valores. En punto a su utilidad, por supuesto no es una elección voluntaria del emisor o de las agencias de regulación y de control y vigilancia. La aplicación de la regulación del mercado de valores a todo aquello que quepa dentro de la definición que ha establecido la ley es objetiva y obligatoria y no permite discrecionalidad o voluntariedad en su aplicación. Nótese en este sentido que la estructura de la definición de valor desarrolla con precisión los elementos que la componen teniendo como objeto la protección del ahorro público y de los inversionistas. A este propósito cabe destacar que la definición de valor no tiene un

---

del decr. 2555 de 2010 en relación con la regulación del depósito de valores en Depósitos Centralizados de Valores, en el cual se establece que el depositante, bien sea que actúe en nombre propio o en nombre ajeno ante el depósito, es el responsable de la identificación del último endosante, de la integridad y autenticidad de los valores depositados y de la validez de las operaciones que se realicen con dichos valores. La consecuencia de esta regla es que recibido un valor por parte de un depósito centralizado de valores, dicho valor se considerará libre de vicios, gravámenes o embargos y el depositante que lo haya entregado responderá de todos los perjuicios que se causen a terceros.

carácter restrictivo ni limitativo, pues al lado de la amplitud y precisión de sus elementos enumera cierta clase de instrumentos comprendidos dentro de la definición, pero sobre la base de que el núcleo esencial de la definición lo dan los elementos básicos descritos en el primer párrafo del artículo 2° de la Ley 964 de 2005. Como se ha dicho, la definición de valor no se agota desde el punto de vista funcional en la identificación de la naturaleza jurídica de ciertos títulos, sino que en adición a ello supone la aplicación del régimen legal del mercado de valores con todas sus consecuencias. Visto en estos términos, si la ley hubiera desarrollado un concepto restrictivo o limitado, estaría permitiendo que en relación con el manejo del ahorro público, se diera la posibilidad de que quien requiriera recursos del público lo hiciera al margen de la protección que el Estado y la regulación de valores deben dar a los ahorradores e inversionistas, utilizando cualquier mecanismo que le permitiera estar por fuera de los límites y alcances de la definición del concepto de valor. Aquí probablemente estriba la gran importancia que tiene contar con una definición clara y lo suficientemente omnicomprensiva de este concepto. Insistimos en que uno los méritos de la definición de valor en ese sentido amplio, preciso y no limitativo, está en el hecho de que algo es valor no porque sea declarado o incluso reconocido como tal sino porque reúne los requisitos que establece la ley para ello, dando plena aplicación al principio de dar prelación al sentido económico y financiero sobre la forma, al determinar si algún derecho o instrumento es un valor.

Desde otro punto de vista, la noción de valor y las herramientas de interpretación e intervención de dicha actividad, en tanto es considerada actividad del mercado de valores, deben permitir estar a la misma altura del desarrollo de los mercados financieros; la evolución de este con frecuencia plantea nuevos instrumentos, diferentes modalidades de contratos y operaciones que no pueden estar al margen del alcance del concepto de valor. En esta perspectiva la definición y el alcance del concepto de valor tiene un sentido dinámico, continuamente está a prueba ante las innovaciones del mercado, y eso supone evaluar las características de cualquier instrumento respecto de los elementos de la definición, la extensión de ciertos instrumentos como los títulos representativos de capital de riesgo, la prelación al sentido económico y financiero sobre la forma y las facultades de intervención del gobierno de establecer la regulación aplicable a los valores, incluyendo el reconocimiento de la calidad de valor a cualquier derecho de contenido patrimonial o cualquier instrumento financiero, siempre y cuando

reúnan las características previstas en el inciso 1° del artículo 2º de la Ley 964 de 2005.

C) *Regulación del concepto de valor*

La Constitución Política desarrolla el marco de intervención en las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público, de acuerdo con un esquema en el cual se plantea una distribución de competencias entre el poder legislativo y el ejecutivo, en virtud del cual corresponde al Congreso dictar las normas generales y señalar en ella los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el gobierno nacional[31]. Conforme a estos criterios, el gobierno nacional ejerce las facultades de intervención (regulación particular y aplicación concreta de la ley) de acuerdo con los presupuestos desarrollados por el Congreso en la ley[32] (política general). Al respecto, la Corte Constitucional ha desarrollado una línea jurisprudencial en relación con el contenido de las leyes marco[33], al señalar una serie de presupuestos a los cuales se debe sujetar la expedición de esta clase de normas. En este sentido, la jurisprudencia ha indicado, que el legislador debe limitar su actuación a la determinación de políticas, criterios y principios que deben servir de guías para que el gobierno desarrolle su función, con lo cual el contenido de esta clase de leyes es el de fijar principios y pautas de carácter general, de manera que exista una clara orientación de la actividad que debe desarrollar el gobierno en materias que se consideran no corresponden al contenido de la ley ordinaria, mediante decreto, los cuales habrán de ajustarse a los criterios señalados por el legislador[34].

Mediante la Ley 964 de 2005, el Congreso de la República expidió las normas generales y señaló los objetivos y criterios a los cuales el gobierno debe sujetarse para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores. El desarrollo de la ley plantea desde el punto de vista de la intervención del Estado un papel preponderante en relación con el concepto de valor: el eje lo constituye el manejo, aprovechamiento

[31] Const. Pol., art. 150, num. 19, lit. d).

[32] Const. Pol., art. 189, num. 25.

[33] La Corte Constitucional ha señalado que esta categoría de leyes corresponde a las denominadas leyes marco. Cfr., entre otras, sents. C–13 de 1993 y C–955 de 2000.

[34] Ver sent. C–955 de 2000.

e inversión de recursos del público, para lo cual define la noción de valor y tipifica las actividades que forman parte del mercado de valores. Si se dibujara el mapa de la distribución que plantea la ley, la noción de valor se ubicaría en el centro y estaría rodeada de una sucesión de órbitas en las cuales se ubicarían las distintas actividades calificadas como parte del mercado de valores[35].

El artículo 2° de la Ley 964 de 2005 —tal y como ya se ha expuesto— define el concepto de valor. Su noción no es objeto de regulación. Dicho de otra manera, las facultades de intervención que la ley ha dado al gobierno no le permiten modificar el concepto que ha establecido la ley. En este sentido, es parte de los criterios generales dispuestos por la ley y en torno del cual debe girar la regulación que expida el gobierno en los aspectos que expresamente se han establecido como objeto de intervención dentro del marco de las facultades de intervención.

a) *Facultades de intervención.* Las facultades de intervención y regulación del gobierno nacional, en relación con el concepto y noción de valor, están contenidas y se circunscriben al literal b) del artículo 4° de la Ley 964 de 2005. El presupuesto del cual se parte es que el ejercicio de la competencia que en virtud del mandato constitucional le corresponde al gobierno, se debe hacer conforme a los objetivos y criterios determinados por la ley y sobre la base de que ello se hará mediante la expedición de normas de carácter general.

Los objetivos y criterios establecidos como marco de intervención en la regulación suponen la determinación de una serie de pautas que constituyen la guía a la cual debe sujetarse el gobierno, cuando quiera que decida expedir una determinada norma para regular alguno de los aspectos que expresamente le han atribuido.

El literal b) del artículo 4º de la Ley 964 de 2005 establece un marco amplio de facultades en cabeza del gobierno en relación, no con la noción misma del concepto de valor, sino en general sobre ciertos aspectos asociados con su dinámica y funcionamiento en tanto instrumento del

[35] Podría considerarse que las diferentes actividades del mercado de valores definidas como tales por el art. 3° de la Ley 469 de 2005 están todas en un mismo nivel de igualdad. Sin embargo, es claro que las actividades de emisión y oferta e intermediación de valores no pueden considerarse actividades del mismo nivel de importancia que las demás que lista el artículo citado. En particular, la emisión y la oferta se ubican en un mismo nivel de importancia respecto de la noción de valor, en tanto que a partir de ellas se puede determinar cuándo se está ante el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captado del público. Las demás actividades tienen carácter auxiliar y complementario, en relación con el proceso de manipulación de valores dentro de un mercado.

mercado de valores. Dentro de estos se destaca la facultad de reconocer la calidad de valor a cualquier derecho de contenido patrimonial o financiero, cuando sus características se ajusten a la noción de valor, dada su relación directa tanto con la definición de valor que establece el artículo 2° como con los diferentes instrumentos que la ley califica como valores, y la posibilidad de considerar esto como una función creadora de instrumentos considerados como valores, adicionales al amplio catálogo de instrumentos que la ley califica como tales. Las demás facultades de regulación tienden más a establecer facultades precisas que permitan la expedición de normas sobre algunos aspectos concretos de la noción de valor como instrumentos del mercado[36].

Las facultades específicas de regulación que le han sido atribuidas al gobierno nacional son:

• Regulación aplicable a los valores.

• Operaciones sobre valores.

• Constitución de gravámenes o garantías sobre los valores u otros activos con ocasión de operaciones referidas a valores y su fungibilidad.

• Emisión de los valores.

• Desmaterialización de valores.

• Promoción y colocación a distancia de valores.

• Reconocimiento de la calidad de valor a cualquier derecho de contenido patrimonial o cualquier instrumento financiero, siempre y cuando reúnan las características previstas en el inciso 1º del artículo 2º de la Ley 964 de 2005.

b) *Regulación aplicable a los valores.* A diferencia de las otras atribuciones de regulación en materia de valores, en las cuales el objeto está claramente determinado (v. gr., desmaterialización), el alcance de esta puede ser considerado como un objeto amplio o desde otro punto de vista impreciso. Cabe formular este interrogante concreto: ¿cuál es el alcance o qué comprende expedir la regulación aplicable a los valores? Podemos responder: cualquier aspecto relacionado con la noción de valor, es decir, una especie de cláusula general de competencia en esta materia, de acuerdo con la cual la atribución del gobierno nacional no está limitada a los aspectos que menciona en concreto la letra b) del artículo 4°, sino que se extiende sin limitación alguna a la potestad de determinar todas las reglas a las cuales se sujeta el funcionamiento

[36] En la sección V del Capítulo I de la Parte I de esta obra, se trata en mayor detalle el tema de la intervención del Estado en el mercado de valores.

del concepto de valor en relación con el funcionamiento del mercado de valores.

c) *Emisión de valores.* El concepto de emisión de valores se vincula directamente con los mecanismos e instrumentos jurídicos que le permiten a los emisores desarrollar procesos de emisión de cualquiera de los instrumentos calificados como valores. Como concepto guarda relación directa con la captación de recursos del público. La emisión está asociada con el mercado primario y corresponde a todos los procesos de emisión de valores (acciones, bonos y otros instrumentos). Los mecanismos de emisión incluyen todos aquellos aspectos que involucran el proceso de decisión de una emisión de valores y se extiende hasta el momento en que se formaliza el proceso de oferta y colocación de valores. En este sentido, el proceso de emisión comprende todos los actos necesarios para que se entienda que un determinado valor ha sido emitido (generalmente de orden corporativo e independiente de las autorizaciones gubernamentales que se requieran). La emisión se concreta en las decisiones y autorizaciones que adopten los órganos corporativos del emisor, sea este una sociedad o cualquier otro vehículo que la regulación haya aceptado como emisor de valores (patrimonios autónomos constituidos mediante contratos de fiducia mercantil, fondos de inversión colectiva, etc.).

Las decisiones corporativas a las cuales se hace referencia se representan en el reglamento de suscripción de acciones (arts. 386 del C. de Co. y 41 de la Ley 964 de 2005), los prospectos de emisión y colocación de valores y en algunos casos en documentos de orden contractual. En estos documentos se concreta la voluntad y decisión de un emisor de valores de hacer una emisión, que incluye la determinación de las características de los valores que se emiten (clase, valor, precio, derechos que otorgan, etc.), y constituyen el fundamento legal y contractual de los instrumentos que se ofrecen (oferta en el mercado de valores, pública o privada), y de los diferentes mecanismos y modalidades que se puedan utilizar para la colocación de los valores, tales como la colocación directa o mecanismos de asignación y distribución de valores como el *book building* (colocación de valores mediante el mecanismo de construcción del libro de ofertas).

La extensión de esta facultad regulatoria no incluye ningún aspecto que se relacione con el proceso de oferta pública de valores, por cuanto para ello existe una facultad específica, la cual corresponde a la órbita de la regulación de las ofertas públicas de valores, sus modalidades y reglas aplicables. Sin embargo, se trata facultades complementarias, las

diversas operaciones de emisión están atadas a la oferta y colocación de valores, o dicho de otra manera, la oferta de valores siempre está precedida de un proceso previo que es la emisión de los valores que se pretenden colocar en el mercado. En los mecanismos de emisión y colocación directa de valores a precio fijo, los cuales se fundamentan desde el punto de vista jurídico en los actos de decisión corporativos y en el reglamento de suscripción (arts. 384, 385 y 386 del C. de Co. y 41 de la Ley 964 de 2005), los actos de emisión de valores se pueden diferenciar plenamente de los que corresponden a la oferta y colocación de valores; por su parte, en mecanismos como los de colocación de valores como la construcción del libro de ofertas, los actos de emisión y colocación se van surtiendo de manera coordinada con el objetivo final de lograr esencialmente la colocación de los valores.

La emisión de valores constituye la sucesión de una serie de actos jurídicos que, en sentido estricto, son diferentes de lo que hace parte del fenómeno jurídico de la creación de nuevos valores y el reconocimiento de dicha calidad a un determinado instrumento, y aunque la emisión de nuevos valores requiere de una serie de actos para su emisión (autorizaciones corporativas, etc.), tales aspectos de la regulación de valores forman parte de una problemática jurídica absolutamente diferente y sobre la cual es necesario tener cuidado con el objeto de no confundirlos en su caracterización y consecuencias. Este último aspecto será tratado más adelante.

d) *Promoción y colocación a distancia de valores.* La promoción y colocación a distancia de valores se enmarca básicamente dentro de los supuestos relacionados con la promoción, oferta y colocación transfronteriza de valores. En el ejercicio de esta facultad el gobierno, como regulador, cuenta con instrumentos para establecer los supuestos en los cuales se puede aceptar la promoción y formulación de ofertas en el mercado primario o secundario de valores, hechas fuera de las fronteras del territorio nacional desde un país, cuyos emisores, colocadores e intermediarios buscan promocionar, ofrecer y colocar valores a inversionistas y ahorradores locales.

e) *Reconocimiento de la calidad de valor.* La creación de nuevos valores y el reconocimiento de tal calidad a un determinado instrumento no es una novedad dentro de la estructura del mercado de valores. La Ley 32 de 1979 desarrollaba este fenómeno a partir de los documentos emitidos en serie o en masa (art. 6°) y la facultad de la Comisión Nacional de Valores (art. 9°, num. 6) de "Determinar los documentos

que conforme a la presente ley han de quedar sujetos al régimen de la misma y las pautas que servirán de base para ordenar el registro de los que se crearen en el futuro, así como las condiciones para que los mismos puedan ser inscritos y negociados en bolsas de valores o de mercancías". De acuerdo con este régimen, la facultad de la CNV se extendía a determinar los documentos que debían quedar sujetos al régimen del mercado público de valores, y las pautas para ordenar el registro de los que se crearen en el futuro en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVI). De esta manera, los instrumentos susceptibles de ser negociados en el mercado público de valores, desde el punto de vista de su creación, estaban asociados a ciertos requisitos para formar parte del Registro, de manera que sobre la base del cumplimiento de tales requisitos era posible crear nuevos valores. Con el decreto 2739 de 1991 (norma expedida con fundamento en las facultades del art. 52 transitorio de la Const. Pol.) el tratamiento de este problema resultaba aún más claro: el artículo 3°, numerales 2, 16 y 36, reconocía, de manera expresa, la posibilidad de crear nuevos valores en el mercado de valores, para lo cual la CNV tenía la facultad de determinar los requisitos que debían cumplir para poder ser inscritos en el RNVI. En este sentido, la facultad regulatoria, según los supuestos de la Ley 32 de 1979, reconocía expresamente la función creadora de nuevos valores y determinaba que para su reconocimiento y participación en el mercado público de valores debía cumplir los requisitos que se establecieran para su registro en el RNVI. Destacamos este último aspecto: su registro y no su creación, dado que el RNVI como eje del sistema de información del mercado público de valores cumplía en cierto sentido una función registral sobre los valores que podían ser emitidos y negociados. Ejemplos de estos los encontramos en los instrumentos emitidos a partir de la estructuración de procesos de titularización y en la posibilidad de negociar índices financieros con fundamento en la suscripción de contratos estandarizados que podían formar parte del RNVI.

La Ley 964 de 2005 —con sus múltiples dudas, vacíos y problemas de redacción— contempló la creación de nuevos valores y el reconocimiento de tal calidad a los instrumentos que se emitan en el mercado de valores. El punto de partida está en la definición del concepto de valor que trae el artículo 2°, el cual señala que "Para efectos de la presente ley será valor todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público, incluyendo los siguientes: [...]", y agrega una lista de instru-

mentos que por sí mismos se consideran valores[37]. Con lo anterior se desarrolla un sistema en el cual además de adoptar un concepto de valor agrega un sistema de lista legal abierta a partir de la calificación expresa de ciertos instrumentos como valores. Como lista abierta, es claro que no reduce o limita los instrumentos que se consideran valores a los que allí se menciona (es decir, no se trata de una enumeración taxativa sino simplemente enunciativa), con lo cual, cualquier otro instrumento que reúna las condiciones descritas en el artículo 2°, tiene la naturaleza de valor, esto es: (i) cualquier derecho naturaleza negociable, (ii) que haga parte de una emisión y (iii) que tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público. Entonces, la propia ley, de manera precisa, da los elementos que debe tener cualquier instrumento para que se considere valor en los términos de la Ley 964 de 2005, y por lo tanto solo se puede concluir que cualquier instrumento que contenga estos presupuestos califica como valor independientemente de su naturaleza, forma y derechos que contenga. En otros términos, la creación de nuevos valores no requiere de autorizaciones administrativas de naturaleza gubernamental; su creación como tal depende esencialmente de los actos de quien los emite, de la forma como actúan y circulan en el mercado y, por lo tanto, para su existencia, no se requiere de autorización previa del gobierno. Esta conclusión, que se deriva estrictamente del contenido de la ley, se enfrenta a algunas de las afirmaciones de la exposición de motivos de la Ley 964 de 2005, en la cual podría advertirse una especie de insinuación sobre la necesidad de que además de la existencia de los tres elementos señalados se hace necesario el reconocimiento gubernamental del respectivo instrumento como valor. Debemos advertir que la exposición de motivos del legislador en todo caso no se destaca por su rigor y precisión en los conceptos que pretendió desarrollar; no existe por supuesto razón jurídica o práctica para que la existencia de un instrumento o título que reúna los requisitos que enumera la ley requiera además el reconocimiento del gobierno[38].

[37] La lista de valores considerados por sí mismos como valores incluye acciones, bonos, papeles comerciales, certificados de depósito de mercancías, cualquier título o derecho resultante de un proceso de titularización, cualquier título representativo de capital de riesgo, certificados de depósito a término, aceptaciones bancarias, cédulas hipotecarias, y cualquier título de deuda pública.

[38] La exposición de motivos de la Ley 964 de 2005 dice al respecto: "El proyecto de ley no define el concepto de valor, y se limita a precisar los elementos que lo constituyen como un derecho de naturaleza negociable, el cual hace parte de una emisión y cuyo propósito es la captación de recursos del público. / Con la anterior previsión se modifica el enfoque de la regulación actual, cuyo centro es el concepto de la oferta pública, el

Aceptar una interpretación de esta naturaleza supone admitir, por una parte, que la intervención del gobierno en esta materia se da por la discrecionalidad de una decisión y no porque un determinado instrumento reúna los requisitos que la ley estableció para que algo se pueda considerar como valor y, por otra, que entonces es posible desarrollar instrumentos que no obstante reunir los requisitos exigidos por la ley para ser considerados valores, quedan simplemente al margen de la intervención del gobierno desde el punto de vista del control, inspección y vigilancia, pues si los mismos no son reconocidos como valores por el gobierno simplemente no tienen tal calidad[39]. Lamentablemente esa es la interpretación que de manera errada y confusa ha asumido la Superintendencia Financiera de Colombia, y es lo que podría calificarse como una posición gris desde el punto de vista de la interpretación y aplicación de la ley. El mayor error de esta interpretación consiste en asumir que por el hecho de que no se tenga tal reconocimiento no se pueden desarrollar tales instrumentos, lo que por supuesto es equivocado y no es coherente con dicha posición, simplemente porque se estaría asumiendo una especie de prohibición tácita para desarrollar

---

cual se basa en las emisiones en serie o en masa, para pasar a una noción en la cual es indiferente la forma jurídica o práctica a través de la cual se instrumente la captación de recursos del público y la forma en que se circule o se negocie el instrumento financiero, atendiendo a la realidad económica de la operación. / Por tanto, cuando se identifiquen los tres elementos señalados (derecho de naturaleza negociable, que haga parte de una emisión y cuyo propósito sea la captación de recursos del público), será necesario el reconocimiento gubernamental del respectivo instrumento como valor, el registro de la emisión y la sujeción a la regulación contenida en el proyecto. / Así mismo, el artículo respectivo contiene una lista amplia de carácter simplemente enunciativo de posibles representaciones de valores que comprenden todos aquellos fenómenos financieros que tienen como efecto la captación de recursos del público. / Este tratamiento del concepto de valor, dentro de la definición del marco de la intervención del gobierno nacional, equilibra la necesaria flexibilidad para incluir nuevos instrumentos en su definición con la precisión suficiente para dotar de seguridad jurídica a los participantes del mercado, reiterando una facultad que en la actualidad se encuentra radicada en la Sala General de la Superintendencia de Valores".

[39] Un debate de este tipo se ha planteado en Colombia respecto de los derechos fiduciarios con vocación circulatoria creados con cargo a patrimonios autónomos que se utilizan para vincular de manera masiva inversionistas a proyectos inmobiliarios y de otro tipo, los cuales hasta la fecha de elaboración de este trabajo no habían sido reconocidos como valores por el gobierno nacional. Para un análisis detallado de la naturaleza y régimen de estos instrumentos, véase a Juan Carlos Varón Palomino y Germán Darío Abella Abondano, *Derechos fiduciarios y mercado de valores: reflexiones frente a la normativa colombiana*, Bogotá D. C., Universidad de los Andes, Facultad de Derecho y Asociación de Fiduciarias, 2013.

instrumentos que no son reconocidos como valores. Recuérdese en este sentido que parte de la utilidad de la noción de valor está en el hecho de que uno de sus efectos, como ya se ha dicho, es que todo aquello que tenga tal connotación o esté dentro de dicha categoría queda sujeto a la aplicación de la regulación del mercado de valores. De igual manera, cabe recordar que de acuerdo con lo que establece el artículo 2° de la Ley 964 de 2005, el concepto de valor no se integra con los elementos que allí se enumeran más el reconocimiento del gobierno; esto último es parte de las facultades de intervención del gobierno en el mercado de valores tal y como lo dispone el artículo 4° (b) de la Ley 964 de 2005, en virtud de lo cual posee la atribución de reconocer la calidad de valor a cualquier derecho de contenido patrimonial o cualquier instrumento financiero, siempre y cuando reúnan las características previstas en el inciso 1° del artículo 2º de la misma ley.

Nótese que el ejercicio de esa potestad requiere que el instrumento correspondiente cumpla los elementos que integran el concepto de valor y además corresponde a una facultad de intervención que debe ser entendida como una herramienta que le permite al gobierno calificar un determinado instrumento como valor y como consecuencia de ello la sujeción a la regulación del mercado de valores. De manera concreta, la doctrina de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) —la cual se ha desarrollado mediante conceptos emitidos a partir de derechos de petición— ha señalado, entre otras cosas, que "[...] aunque la nueva legislación amplió el concepto de valor para hacerlo más flexible, el reconocimiento de la calidad de valor a un instrumento negociable determinado que, aun cuando haga parte de una emisión y comporte captación de recursos del público, no se encuentre regulado como tal, requiere de la expedición de la normatividad correspondiente por parte del gobierno nacional. De lo contrario, se produciría una gran incertidumbre jurídica sobre los tipos de instrumentos que hacen parte del mercado público de valores". Esta afirmación se complementa de la siguiente manera: "[...] el listado contenido en el artículo 2° de la Ley 964 de 2005 es enunciativo —no taxativo—. Sin embargo, para poder reconocer como valores instrumentos distintos a los señalados en la mencionada disposición que sin embargo cumplan con los requisitos señalados en el primer inciso, se requiere de la correspondiente reglamentación gubernamental"[40]. Posteriormente, la Superintendencia Financiera reiteró en otro concepto, en términos similares su posición, así: "[...] no han sido reconocidos como valores ni regulados como

[40] Superintendencia de Valores, concepto 20056 –0946 de 27 de julio de 2005.

instrumentos financieros, lo que significa que no pueden ser ofrecidos en oferta privada o pública, [...]"[41]. Esencialmente, la fundamentación de esta posición de la Superintendencia parte de dos supuestos: (i) la necesidad de que el instrumento sea previamente reconocido como valor, y (ii) que para que se pueda hacer una oferta pública o privada se requiere que el instrumento previamente haya sido regulado. Sin mayores esfuerzos y solo a partir de la lectura rigurosa del artículo 2° en concordancia con el artículo 4° (b), de la Ley 964 de 2005, se puede advertir la inconsistencia de la interpretación de la SFC; el concepto de valor del que se ocupa el primer párrafo del artículo 2°, establece que es valor y los títulos o instrumentos que se califican como tal, sin que se indique que en relación con los títulos que no se encuentran listados (para ser considerados como valores) se requiere el reconocimiento previo del gobierno y la expedición de una regulación concreta y específica. La necesidad de tales requisitos adicionales se extraen igualmente de una deficiente interpretación y aplicación de la norma recogida bajo la letra b) del artículo 4°, tal y como se explica a continuación.

La letra b) del artículo 4° de la Ley 964 de 2005, al establecer como facultad de intervención en la regulación "[...] el reconocimiento de la calidad de valor a cualquier derecho de contenido patrimonial o cualquier instrumento financiero, siempre y cuando reúna las características previstas en el inciso 1º del artículo 2º [...]", no está señalando que el reconocimiento de tal calidad requiere del pronunciamiento o de la autorización previa del gobierno; en realidad, esta facultad tiene un sentido diferente, concordante con la definición del concepto de valor del artículo 2º, que hace que cualquier derecho o instrumento que reúna los requisitos que allí se indican sea un valor; en este sentido, el alcance de esta facultad regulatoria le está confiriendo al gobierno la potestad de intervenir en el mercado de valores para calificar de manera unilateral o reconocer que un determinado instrumento es valor. Nótese la correspondencia que existe entre la norma en comento y la consignada bajo la letra a) del numeral 6 del artículo 1º, en el cual se indica como criterio de intervención en el mercado de valores darle "[...] prelación al sentido económico y financiero sobre la forma, al determinar si algún derecho o instrumento es un valor, o si alguna actividad es de aquellas que requieran autorización o registro y, en general, cuando expida normas dirigidas a la protección de los derechos de los inversionistas". Con esto es claro que el gobierno dispone de una herramienta que le

[41] Superintendencia Financiera de Colombia, Concepto 2008058683-001 del 30 de septiembre de 2008.

permite intervenir en el mercado para de manera unilateral calificar un determinado instrumento como valor, sobre la base de que cumpla con los requisitos que menciona el inciso 1º del artículo 2º. Es importante precisar que la función y utilidad de esta herramienta permite en la aplicación de la ley inhibir la rigidez de ciertos elementos formales y remover los obstáculos puramente legales, para dar preeminencia a la realidad económica que pueda presentar un determinado instrumento que, por sus características, deba ser calificado y comprendido dentro de la noción de valor y las actividades que forman parte del mercado de valores[42].

En nuestro criterio, cualquier interpretación sobre el alcance del literal b) del artículo 4° de la Ley 964 de 2005 que pretenda sostener que el reconocimiento de la calidad de valor supone un acto previo expedido por el gobierno es errada y carece, por completo, de fundamento legal[43]. La Ley 964 de 2005 en manera alguna desconoce la dinámica del mercado de valores ni coarta o elimina la iniciativa privada o pública para diseñar los instrumentos con los cuales pueda acudir a la financiación mediante la captación de recursos del público. Por esto es claro que si un documento cualquiera que sea reúne los requisitos que establece la ley para ser valor, es valor aunque el gobierno no haya señalado expresamente que lo es o haya expedido su regulación, si un documento tiene las condiciones para ser catalogado como valor, no requiere para ser emitido autorización previa del gobierno o una regulación específica sobre él. El gobierno puede, sin duda alguna, pues tiene facultad para ello, expedir la regulación aplicable a los valores o establecer requisitos para su emisión. Sin embargo, este es un tema absolutamente diferente[44].

[42] Este es un principio que ha sido desarrollado por la doctrina norteamericana en materia de *securities*. Ver Stephen J. Choi y A. C. Pritchard, *Essential Securities Regulation*, Nueva York, Aspen Publishers, Wolters Kluwer, 2008, pág. 54.

[43] La posición de la Superintendencia Financiera de Colombia en relación con este aspecto no tiene soporte ni fundamento legal alguno. El análisis que al respecto se hace en el concepto 20056–946 de 27 de julio de 2005 no solo incurre en imprecisiones sobre la aplicación de la noción de oferta pública, al explicar el alcance de la noción de intervención del gobierno en el mercado de valores, sino que plantea una serie de consideraciones confusas respecto de la aplicación de leyes marco y del desarrollo de la regulación.

[44] En relación con este tema, el doctrinante López Roca anota lo siguiente:

"La definición de valor que previó el legislador tenía por objeto ampliar el marco de acción del gobierno dándole la posibilidad de intervenir en actividades que antes —teó-

f) *Operaciones sobre valores.* No existe una definición específica del significado del término "operaciones en el mercado de valores" o en general en el sistema financiero[45]. Usualmente, cuando se hace referencia a operaciones con valores, de bolsa, bursátiles o financieras, se alude al tipo de actividades, transacciones o contratos que en desarrollo de su objeto social están autorizadas a ejecutar los diversos agentes del sistema: comisionistas de bolsa, intermediarios, bancos, bolsas, sistemas transaccionales, etc. Ordinariamente se hace mención a "operaciones" como una forma de englobar ciertos y determinados contratos que pueden ejecutar los agentes que participan dentro del mercado de valores. Se trata, por ejemplo, de operaciones repos, operaciones de compra y venta de valores, operaciones *swaps*, etc.[46].

Tratándose de operaciones sobre valores, el alcance de esta facultad regulatoria no comprende la posibilidad de autorizar nuevas operaciones en el mercado de valores, dado que el ejercicio de esta potestad le ha sido atribuido al gobierno nacional en el literal c) del artículo 4°

---

rica o prácticamente— le estaban vedadas; pensar lo contrario sería someter todo el desarrollo del mercado a la intervención estatal previa, lo cual es inadmisible.

"[...]

"Por ello, no es cierto que la facultad dada al ejecutivo para regular los valores, que sin duda existe, suponga que solo son valores los creados o reconocidos por el ejecutivo en desarrollo de dicha facultad, y que, mientras ello no suceda, la definición de valor contenida en la ley queda, por así decirlo, en suspenso.

"[...]

"Solamente cuando su «sentido» no sea claro es permitido desatender su tenor literal so pretexto de consultar su espíritu, o recurrir a la historia fidedigna del establecimiento de la norma. Y ninguna de estas cosas ocurre con el problema que hemos planteado, pues en ninguna parte de la ley, repetimos, se expresa que para poder emitir un instrumento no calificado previamente como valor sea menester expedir un decreto, aunque este llene con creces los requisitos establecidos en la ley para ser un valor". FERNANDO LÓPEZ ROCA, *El concepto de valor en la Ley 964 de 2005 frente a la noción de mercado público de valores*, en Constanza Barón Blanco y Mauricio Herrera Baquero (editores) *Cinco años de la Ley 964 de 2005: ¿se están cumpliendo sus objetivos?*, Bogotá D. C., Universidad Externado de Colombia, 2011, págs. 172 a 175:

[45] El concepto de "operaciones" en el sistema financiero colombiano, forma parte de la definición legal de los términos "productos" y "servicios" que traen las normas de protección al consumidor financiero, concepto al que se hace referencia en el capítulo I del tomo III de esta obra colectiva.

[46] El art. 4° (h) de la Ley 45 de 1990 en relación con operaciones en el mercado de valores disponía: "Señalar de manera general las operaciones que pueden realizar, en desarrollo de su objeto principal previsto en la ley, las entidades sujetas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia de Valores y los demás intermediarios de valores".

de la Ley 964 de 2005, en donde de manera expresa se ha incluido la atribución para autorizar el desempeño de actividades que no están actualmente previstas en las normas vigentes, excluyendo de estas las que correspondan al objeto exclusivo de las instituciones financieras y aseguradoras. El alcance y el objeto de esta facultad de regulación debe verse en relación con las diferentes modalidades que pueden desarrollarse respecto de operaciones autorizadas y en particular las reglas que deben aplicarse al tipo de valores que forman parte de tales operaciones. Es el caso de las diferentes modalidades que pueden darse con la compra y venta de valores en bolsa: repos, operaciones simultáneas, ventas en corto, etc. La utilización de la potestad regulatoria en relación con estas operaciones puede ejercerse con la finalidad de determinar algunas reglas aplicables a la forma como deben ejecutarse: restricciones, tipos de valores que pueden ser objeto de las mismas, deberes de información, entre otros. La diferencia que existe con la facultad regulatoria de autorizar actividades que no estén previstas en las normas vigentes (nuevas operaciones autorizadas en el mercado de valores) es que estas solo deben asociarse con operaciones no comprendidas dentro del marco de operaciones autorizadas a los intermediarios u otros agentes del mercado, mientras que el marco de la facultad de intervenir operaciones sobre valores tiene que ver con las diferentes modalidades que pueden darse sobre operaciones autorizadas[47].

El artículo 14 de la Ley 964 de 2005 establece la reglamentación de algunas operaciones sobre valores (simultáneas, repos, intercambio y transferencia temporal de valores) y determina que estas y las que se reglamenten de conformidad con lo previsto en el artículo 4°, conllevan la transferencia de la propiedad de los valores.

g) *Desmaterialización.* En el ámbito del mercado de valores existe una relación directa entre los conceptos de valor, desmaterialización y anotación en cuenta. La Ley 964 de 2005, además de introducir la noción de valor, ha desarrollado ciertos aspectos fundamentales asociados con la desmaterialización, como lo es la anotación en cuenta como sistema de registro de los derechos y saldos en las cuentas que llevan los depósitos centralizados de valores. Aparte de las normas que contiene sobre anotaciones en cuenta, la Ley 964 de 2005 no dispone nada adicional sobre la desmaterialización de valores, con excepción

[47] El art. 14 de la Ley 964 de 2005 establece la reglamentación de algunas operaciones sobre valores (simultáneas, repos, intercambio y transferencia temporal de valores) y determina que estas y las que se reglamenten de conformidad con lo previsto en el art. 4°, conllevan la transferencia de la propiedad de los valores.

de la facultad de regulación, en virtud de la cual el gobierno nacional puede expedir la reglamentación en esta materia.

h) *Gravámenes y garantías*. A diferencia de la facultad de regulación ya examinada, esta tiene un objeto preciso y específico: se trata de la potestad de establecer las reglas que se aplicarán respecto de gravámenes y garantías que puedan constituirse con ocasión de operaciones efectuadas con valores y su fungibilidad. Sobre este aspecto cabe recordar que el régimen de gravámenes de los títulos-valores también se aplica a los valores en razón a que el parágrafo 5° del artículo 2° de la Ley 964 de 2005 dispone que estos tendrán las características y prerrogativas de los títulos-valores, excepto la acción cambiarla de regreso, con lo cual la reglamentación que establece el Código de Comercio en relación con avales y endoso en garantía se hace extensiva a los valores.

La importancia de esta facultad de intervención en la regulación, radica en que el concepto de valor involucra aspectos que escapan al marco de las relaciones privadas entre compradores y vendedores o la relación que se da entre el emisor de un título-valor y su adquirente inicial o las relaciones que se establecen con y entre los terceros que hayan podido negociar un determinado título. La circulación de un valor dentro del circuito de relaciones que configura un mercado de valores, debe considerar entre otras cosas, la emisión y negociación de valores desmaterializados, la naturaleza esencialmente negocial y circulatoria de los valores, la seguridad y certeza que debe acompañar el derecho de propiedad dentro del mercado de valores, el carácter anónimo de los inversionistas, así como la importancia del principio de fungibilidad. Los anteriores aspectos, las características de las operaciones que pueden efectuarse con valores, así como la forma que tienen las negociaciones de valores en bolsa y en los diferentes sistemas transaccionales, explican la capacidad que debe tener el regulador para expedir reglas específicas sobre las características que tendrán que cumplir los gravámenes y garantías para las operaciones que se efectúen en el marco del mercado de valores. Ahora bien, la precisión que debe hacerse respecto del alcance de esta facultad, es que se trata de gravámenes y garantías asociados con la celebración, ejecución y cumplimiento de las operaciones que se efectúen con valores en el mercado de valores[48]. En este sentido, se trata de gravámenes y garantías

[48] Uno de los aspectos más interesantes en relación con el régimen de garantías en el mercado de valores está en el principio de finalidad que desarrolla el art. 10 y las reglas sobre garantías del art. 11 de la Ley 964 de 2005, en donde se dice que "Las garantías entregadas por cuenta de un participante a un sistema de compensación y liquidación

específicas en el mercado de valores, con lo cual es claro que se dispone de una facultad amplia para desarrollar un cuerpo regulatorio completo en esta materia.

D) *Clases de valores*

De acuerdo con la Ley 964 de 2005 el concepto de valor está asociado directamente con la noción de emisión y captación de recursos del público. De esta manera, un valor determinado caracteriza una emisión y se pasa de una noción general, esto es, emitir valores, a especificar de manera concreta el contenido de una determinada emisión, es decir, la emisión de una clase de valor, identificado cada uno por sus particularidades.

Junto a la noción de valor se abre el mecanismo de una lista abierta, en la cual se indican cuales por sí mismos tienen la condición de valor. En su mayoría se definen por una serie de características acotadas de manera previa en la ley, y salvo por los llamados títulos de capital riesgo, los demás, tal y como sucede con las acciones, los bonos, los papeles comerciales, tienen una clara definición legal respecto del tipo de emisor, contenido, derechos, etc. El acto de emisión de unos determinados valores supone la materialización de la expresión de la voluntad del emisor: no es su creación —porque estos ya existen— sino la decisión de emitirlos a partir de una sucesión de actos de naturaleza jurídica (hacer que un conjunto de instrumentos de unas mismas características

---

de operaciones, sean propias o de un tercero, que estén afectas al cumplimiento de operaciones u órdenes de transferencia aceptadas por el sistema, así como de la compensación y liquidación que resulten de estas, no podrán ser objeto de reivindicación, embargo, secuestro, retención u otra medida cautelar similar, administrativa o judicial, hasta tanto no se cumplan enteramente las obligaciones derivadas de tales operaciones u órdenes. / Los actos por virtud de los cuales se constituyan, incrementen o sustituyan las garantías a que hace referencia el inciso anterior serán irrevocables y no podrán impugnarse, anularse o declararse ineficaces. / Las garantías entregadas por cuenta de un participante en un sistema de compensación y liquidación de operaciones podrán aplicarse a la liquidación de las obligaciones garantizadas aun en el evento en que el otorgante sea objeto de un proceso concursal o liquidatorio o de un acuerdo de reestructuración. Se entenderá, sin embargo, que el sobrante que resulte de la liquidación de las obligaciones correspondientes con cargo a las citadas garantías será parte del patrimonio del otorgante para efectos del respectivo proceso. / Las garantías a que se refiere el presente artículo se podrán hacer efectivas, sin necesidad de trámite judicial alguno, conforme a los reglamentos del correspondiente sistema de compensación y liquidación de operaciones. *Parágrafo 1°*. En el libro de anotación en cuenta podrán inscribirse prendas con o sin tenencia sobre valores y otros negocios jurídicos dirigidos a garantizar o asegurar el cumplimiento de obligaciones".

formen parte de una emisión), de manera que ejecutados, el valor y la emisión se convierten en una especie de vehículo jurídico mediante el cual se pueden captar de manera legal recursos del público[49]. Al lado de los aspectos jurídicos propios de la emisión y colocación de valores, están los elementos económicos y financieros: la necesidad del emisor de contar con recursos (necesidades de financiación de entes públicos y privados), la disposición de los ahorradores e inversionistas a invertir sus excedentes en unos determinados valores y, por supuesto, la ventaja de contar con un mercado que le permita invertir y desinvertir según sus necesidades. Todos estos elementos y principalmente su conjugación son los que permiten la existencia de las diferentes clases de valores.

a) *Clasificación de los valores.* La remisión que la ley hace de los atributos de los títulos-valores a los valores es uno de los criterios que se pueden utilizar para efectuar una clasificación de las diferentes clases de valores. En este sentido, la más común corresponde a la que recoge el artículo 619 del Código de Comercio, en el cual, de acuerdo con el contenido y la clase de derechos que incorporan, se catalogan como de contenido crediticio, corporativos o de participación y de tradición o representativos de mercancías. Igualmente, siguiendo el Código de Comercio, los artículos 648 y siguientes permiten establecer otra clasificación en función de la ley de circulación, en títulos nominativos, a la orden y al portador. Aunque las anteriores son las clasificaciones más importantes, es posible agregar otras categorías: dependiendo de su lugar de su emisión puede hablarse de títulos-valores nacionales y extranjeros; de la rentabilidad, en renta fija y renta variable; si se considera la naturaleza del emisor puede hablarse de privados y públicos.

Los valores como instrumentos que definen el mercado de valores pueden clasificarse siguiendo criterios similares, de manera que pueden entenderse las diferentes clases de valores siguiendo las clasificaciones mencionadas. Ahora bien, considerando la importancia del concepto de valor y su relevancia como el elemento que define el mercado de

[49] El sentido de lo que constituye captar recursos del público es un aspecto que está claramente defino. Se podría sostener que el solo hecho de emitir un valor y colocarlo entre un grupo muy reducido de ahorradores supone captar recursos del público. Desde otro punto de vista se puede considerar que la captación de recursos del público, como manejo del ahorro público, supone una noción más amplia que debe tener una definición y correspondencia con el principio de protección del ahorro del público, tanto desde el punto de vista de la noción de valor, como del mercado de valores y de protección de los inversionistas, de manera que pueda contarse como un límite claro de intervención en el mercado y de protección de los inversionistas. Claramente esto está asociado con la noción de captación del ahorro del público y de oferta pública.

valores, la clasificación que se haga de estos debe involucrar criterios adicionales y considerar, aparte de la que se deriva del contenido y la clase de derechos que otorga, una en función de quien las emite o, dicho de otra manera, del tipo de emisor.

La clasificación que se propone más adelante sobre las diferentes clases de instrumentos calificados como valores pretende considerar esencialmente su relación con el mercado de valores y destacar la importancia de los emisores de valores, por ejemplo, sus características y naturaleza, y permite profundizar sobre las razones de acudir al mercado de valores teniendo en cuenta la clase de instrumentos que se utiliza; desde otro punto de vista, la consideración de los derechos que otorga, deja ver cómo los diferentes valores se agrupan en torno a un tipo de características que hacen que a pesar de sus especificidades unos sean semejantes a otros; o que si se examina su contenido es posible dimensionar de otra manera las clases de valores que pueden ser emitidos y negociados en el mercado.

De acuerdo con lo anterior, el concepto de valor se puede clasificar según la naturaleza del emisor, su contenido y los derechos que otorga, como seguidamente se indica:

a') *Según la naturaleza del emisor.* Los emisores de valores ocupan un lugar fundamental dentro de la estructura del mercado de valores. Corresponden a los entes con necesidades de financiación o que tienen la finalidad de emitir instrumentos de inversión y en ese sentido ocupan el extremo opuesto a los inversionistas y ahorradores. La forma mediante la cual participan en el mercado de valores se materializa mediante la emisión de las distintas clases de instrumentos calificados como valores.

La participación de los emisores en el mercado de valores requiere necesariamente su registro en el SIMEV, específicamente en el Registro Nacional de Valores y Emisores, el cual constituye lo que puede denominarse el eje del sistema de información del mercado de valores. Cualquier ente que quiera tener tal condición debe ingresar al mercado por conducto de dicho registro y ello supone quedar sujeto a las normas del mercado de valores. Las obligaciones y deberes de orden legal están divididas en dos bloques: de una parte, obligaciones de información como emisor y en relación con los valores emitidos, y de otra, un régimen de obligaciones propias de los emisores a partir de la cual se establecen diferencias con las sociedades que no participan en el mercado de valores.

A partir del contenido del Título V de la Ley 964 de 2005 se establece una distinción entre emisores de valores y sociedades inscritas.

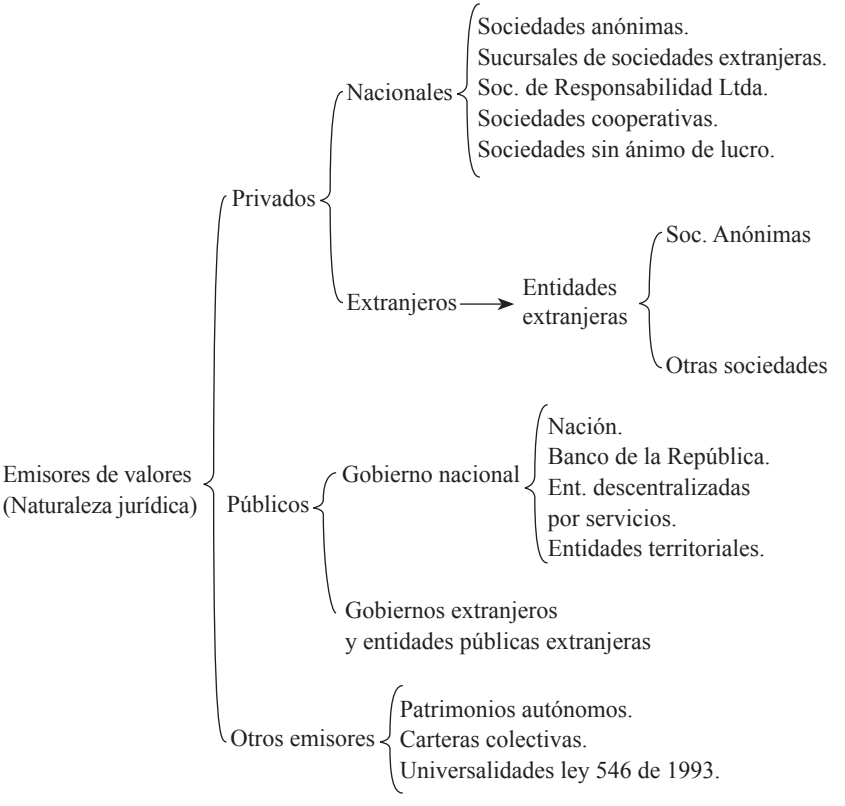
Los emisores de valores constituyen el género: en esta categoría están incluidas todas las sociedades, patrimonios autónomos y fondos de inversión colectiva que hayan emitido cualquier clase de valores que conforme al régimen legal autorice la ley; por su parte, las sociedades inscritas son emisoras de valores pero solo se incluye dentro de esta categoría de acuerdo con el artículo 38 de la Ley 964 de 2005 a las sociedades anónimas que tengan acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones inscritos en el RVVE. Esta primera clasificación, basada en la distinción entre sociedades inscritas y emisores de valores, permite ver que las sociedades inscritas se entienden como emisoras de acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones, mientras que los emisores de valores lo son como aquellos que emiten cualquier clase de valores diferentes a los mencionados. Esta clasificación en cierto sentido subsume otra muy común que distingue entre emisores de renta variable y de renta fija, así como la que distingue entre los valores que representan un derecho de participación o propiedad en el emisor por oposición a otra clase de valores que representan un crédito o una parte de una mercancía.

Desde la perspectiva de la Ley 964 de 2005 la categoría de sociedad inscrita queda sujeta a un régimen específico aplicable a las sociedades emisoras de acciones, el cual se refleja específicamente en la posibilidad de adoptar mecanismos diferentes al cociente electoral para la elección de miembros de junta directiva, protección de derechos de accionistas minoritarios, contenido del reglamento de suscripción de acciones; readquisición de acciones y enajenación posterior y acuerdos entre accionistas. Las anteriores son reglas específicas asociadas con acciones y sociedades anónimas. En relación con las sociedades emisoras de valores —dentro de las cuales caben las sociedades inscritas—, las normas que desarrolla la Ley 964 de 2005 establecen una serie de reglas aplicables en general a los emisores de valores, las cuales se relacionan más con la categoría de sociedad que participa en el mercado de valores que con el tipo de valor que emiten: en este sentido las normas corresponden a la composición de la junta directiva (número máximo y mínimo de miembros, porcentaje de miembros independientes en la junta, prohibición al representante legal de que sea presidente de la junta), comité de auditoría y deberes de los representantes legales en relación con la veracidad de la información financiera, adopción de sistemas de control y revelación de dicha información[50].

[50] Las normas que adopta la Ley 964 de 2005 en relación con sociedades inscritas están exceptuadas de aplicación respecto de las entidades vigiladas por la Superintendencia

El criterio que se expuso anteriormente se origina en la Ley 964 de 2005 y aunque su utilidad es clara respecto de ciertas reglas especiales aplicables a las sociedades emisoras, es necesario incorporar en este análisis la normativa que desarrolla el decreto 2555 de 2010 sobre el RNVE, especialmente respecto de la naturaleza jurídica de quienes pueden tener la condición de emisoras de valores. El artículo 5.2.1.1.2 enumera los emisores de acuerdo con su naturaleza jurídica.

Gráfica [51]



Financiera tales como establecimientos de crédito, sociedades de servicios financieros, e intermediarios de valores (art. 42, parg.). Igualmente, la Nación, el Banco de la República, el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras, los organismos multilaterales de crédito, los Estados, gobiernos extranjeros y entidades constituidas en el extranjero están exceptuadas de la aplicación de las normas sobre emisores de valores (art. 48).

[51] Fuente: elaboración del autor.

La clasificación que se plantea siguiendo la naturaleza del emisor explica la relación que existe entre esta y la clase de valores que puede emitir. En función de la naturaleza claramente se puede diferenciar entre valores públicos y privados y valores de emisores nacionales y de emisores extranjeros.

Los emisores de valores de naturaleza pública incluyen tanto los emisores nacionales como los emisores extranjeros. Los primeros comprenden a la Nación, las entidades territoriales (departamentos, distritos y municipios) y las entidades descentralizadas por servicios de estos, es decir, establecimientos públicos, empresas industriales y comerciales del Estado, empresas sociales del Estado, empresas oficiales de servicios públicos domiciliarios, sociedades públicas por acciones y sociedades de economía mixta. Los segundos, gobiernos extranjeros y entidades públicas extranjeras, sin distinción, por lo cual debe entenderse que se trata de todas las entidades públicas extranjeras.

Los emisores de valores de naturaleza privada también pueden ser nacionales y extranjeros: los primeros, comprenden los emisores de naturaleza societaria autorizados para ello, tales como las sociedades por acciones (sociedades anónimas y en comandita por acciones), las de responsabilidad limitada, sociedades cooperativas, sociedades sin ánimo de lucro y sucursales de sociedades extranjeras. Los emisores privados extranjeros se definen bajo la denominación de entidades extranjeras, con lo cual, no se especifica qué clase o características debe tener una entidad privada para ser emisor de valores en el mercado local.

Por último, mencionamos una categoría definida con cierto sentido residual: se trata de emisores que por sus características tienen en cierto sentido una connotación especial. Por una parte, se trata de emisores que se definen por no tener una connotación societaria o de entidad pública como tal y ser el resultado de una figura de naturaleza contractual. Dentro de esta categoría se encuentran los patrimonios autónomos estructurados a partir de un contrato de fiducia mercantil y los fondos de inversión colectiva; en estos dos casos, el emisor de valores no es una persona jurídica y tampoco hay elementos que los puedan asimilar a ella; se trata de dos figuras reconocidas en la ley y que tienen su fuente en un contrato, sea de fiducia mercantil o de mandato de inversión, a partir del cual se configura un patrimonio de afectación que sirve de base para hacer la emisión de esta clase de valores, contando para ello con la presencia y actividad de un administrador profesional: una fiduciaria o una sociedad comisionista de bolsa o una sociedad administradora de inversión, según el caso. En adición a esta clase de emisores

tenemos a las universalidades de que trata la Ley 546 de 1999, las cuales pueden ser creadas por las sociedades fiduciarias, los establecimientos de crédito y las entidades del sector solidario, fondos de empleados, con cargo a cartera hipotecaria y contratos de *leasing* habitacional.

La última categoría de emisor de valores admisible en el ordenamiento colombiano, corresponde a los organismos multilaterales de crédito, los cuales son entidades financieras internacionales que no pueden calificarse en sentido estricto como organismos o sociedades extranjeras.

Dependiendo del tipo de emisor, estos pueden emitir una o varias clases de valores: las sociedades por acciones pueden emitir acciones y otras clases de valores de contenido crediticio (bonos, papeles comerciales); en otros casos, y en razón al tipo de entidad, pueden emitir además de acciones y bonos, títulos representativos de mercancías, como sucede con los almacenes generales de depósito. A continuación se incluye una tabla en la cual se identifica el tipo de valores que en función de la naturaleza jurídica de cada emisor pueden ser emitidos:

Tabla [52]

Emisores / Valores	S. por acciones	S. R. Ltda.	C. Cooperativas	Ent. sin ánimo de lucro	Nación. Ent. Pub. descentralizadas por servicios y territorialmente	Gob. extranjeros. Ent. públicas extranjeras	Multilaterales de crédito	Entidades extranjeras	Suc. Soc. extranjeras	Patrimonios autónomos	Carteras colectivas	Universalidades (Ley 546/99)
Acciones ordinarias	x											
Acciones privilegiadas	x											
Acciones preferenciales	x											
Bonos ordinarios	x	x	x	x			x		x	x		
Bonos convertibles en acciones	x											
Papeles comerciales	x	x	x	x			x		x			
CDM	*									x		x

[52] Fuente: elaboración del autor.

Emisores / Valores	S. por acciones	S. R. Ltda.	C. Cooperativas	Ent. sin ánimo de lucro	Nación. Ent. Pub. descentralizadas por servicios y territorialmente	Gob. extranjeros. Ent. públicas extranjeras	Multilaterales de crédito	Entidades extranjeras	Suc. Soc. extranjeras	Patrimonios autónomos	Carteras colectivas	Universalidades (Ley 546/99)
Titularizaciones												
T. Rep. Capital de riesgo	x	x	x	x			x		x			
Aceptaciones bancarias	**											
Cédulas hipotecarias	**											
Títulos deuda pública					x	x						

* Almacenes generales de depósito

** Establecimientos bancarios

b') *Según los derechos que otorga.* Los valores como instrumento típicos de negociación del mercado de valores desde el punto de vista de los derechos que incorporan se pueden clasificar, siguiendo el criterio utilizado en los títulos valores en: (i) de contenido crediticio, (ii) corporativos o de participación y (iii) de tradición o representativos de mercancías.

b) *De contenido crediticio.* Los valores de contenido crediticio se caracterizan por incorporar un derecho de contenido patrimonial de naturaleza crediticia, en virtud del cual representan a favor de su titular y a cargo de su emisor la obligación de pagar a su vencimiento una suma determinada de dinero[53]. En algunos casos, como en los bonos, papeles comerciales y títulos de deuda pública, incorporan una parte alícuota de un crédito colectivo constituido a cargo de la entidad que los ha emitido; en otros, representan un depósito constituido en un establecimiento de crédito como sucede con los CDT, o una obligación de crédito derivada de la aceptación de una letra de cambio por un banco (aceptaciones bancarias).

[53] No obstante que los títulos de contenido crediticio pueden dar lugar a una prestación en dinero o en otra cosa cierta, dentro del concepto de valor y de acuerdo con los instrumentos que la Ley 469 de 2005 define como tal, los valores de contenido crediticio sólo dan lugar al pago de sumas de dinero.

Como característica fundamental, los valores de contenido crediticio incorporan, a favor de quien sea su tenedor y a cargo del emisor, el derecho al pago de una suma de dinero en las condiciones de modo, tiempo y lugar que se hayan establecido en los documentos de la emisión. Los valores de contenido crediticio corresponden a los bonos en sus diferentes modalidades: papeles comerciales, aceptaciones bancarias, cédulas hipotecarias y títulos de deuda pública.

c) *Corporativos o de participación.* Los valores corporativos o de participación corresponden a aquellos que reconocen un derecho de participación en la propiedad de un determinado patrimonio. Esencialmente se trata de las acciones en las cuales se representa el capital de una sociedad[54], y las cuales reconocen a quien sea su titular la propiedad sobre una parte de la sociedad y el ejercicio de derechos de orden político (deliberar, votar, inspección) y económico (dividendos, negociación, recibir parte de los activos al tiempo de la liquidación) de las acciones[55]. Es el caso también de los valores o instrumentos en los cuales se representa una porción de la propiedad sobre un fondo de inversión colectiva o en un patrimonio autónomo, cuya tenencia igualmente confiere derechos de orden político y patrimonial. En el caso de los fondos de inversión colectiva cerrados y escalonados los derechos de participación de los inversionistas están representados en unidades de acuerdo con los términos que se establezcan en su reglamento y que representan una parte alícuota del patrimonio del correspondiente fondo. Tales derechos de participación están representados en documentos que tienen la calidad de valores en los términos del artículo 2° de la Ley 964 de 2005 y por lo tanto son negociables en el mercado de valores[56].

d) *De tradición o representativos de mercancías.* Los valores de tradición o representativos de mercancías corresponden a la clase de valores cuya emisión representa un derecho a favor del suscriptor sobre la propiedad de una determinada mercancía. El elemento característico de esta clase de valores es la incorporación del derecho de dominio sobre unas determinadas mercancías, de manera que quien sea el tenedor legítimo puede exigirle al emisor del valor su entrega. La incorporación del derecho de dominio sobre los bienes o mercancías en virtud del cual se expide el valor correspondiente, equivale a la tenencia

[54] La Ley 964 de 2005, al calificar las acciones como valores, elimina cualquier discusión en torno a su naturaleza jurídica, por lo menos desde la perspectiva del mercado de valores.

[55] Ver C. de Co., art. 376.

[56] Ver, entre otros, los arts. 3.1.2.1.1 y 3.1.5.1.5, del decr. 2555 de 2010.

material de la mercancía y su negociación a la transferencia material de la mercancía[57]. Este es el caso de los certificados de depósito de mercancía (CDM).

Tabla[58]

	Crediticio	Cooperativos	Tradición
Acciones ordinarias		x	
Acciones privilegiadas		x	
Acciones preferenciales		x	
Bonos ordinarios	x		
Bonos convertibles en acciones	x	x	
Papeles comerciales	x		
CDM			x
Titularizaciones	x*	x*	
T. Rep. Capital de riesgo		x	
Aceptaciones bancarias	x		
Cédulas hipotecarias	x		
Títulos deuda pública	x		

* De acuerdo con el art. 5.6.1.1.5 del decr. 2555 de 2010 los valores emitidos a partir de un proceso de titularización pueden ser mixtos, esto es, aquellos que de manera adicional a los derechos que confiere un título de participación pueden ser amortizables o pueden tener una rentabilidad mínima o un límite máximo de participación.

E) *Valores listados por la Ley 964 de 2005*

La Ley 964 de 2005 expresamente ha señalado que en el concepto de valor se encuentran una serie de títulos, dentro de los cuales se encuentran acciones, bonos, papeles comerciales, certificados de depósitos de mercancía, títulos emitidos en desarrollo de procesos de titularización, títulos representativos de capital de riesgo, certificados de depósito a término, aceptaciones bancarias, cédulas hipotecarias y títulos de deuda pública. Como ya se ha indicado, se trata de un listado enunciativo y no taxativo, y por tanto dentro del concepto de valor caben otra clase de instrumentos, en unos casos, porque reúnen las condiciones que

[57] Cfr. en relación con los títulos valores a BERNARDO TRUJILLO CALLE, *De los títulos valores,* t. I, Bogotá D. C., Temis S. A., 1996, pág. 64.

[58] Fuente: elaboración del autor.

establece el artículo 2° de la Ley 964, esto es, tratarse de un derecho de naturaleza negociable, que forme parte de una emisión, y que tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público y, en otros, por expresa referencia legal, bien porque cumplen tales requisitos o por el reconocimiento del gobierno, como sucede con los derivados financieros, que comprende los que tienen subyacente en energía o gas combustible.

a) *Acciones.* Las acciones junto con los bonos, constituyen por excelencia los instrumentos que identifican los activos objeto de emisión y negociación en el mercado de valores. El marco jurídico de las acciones se encuentra prácticamente en su totalidad en el Código de Comercio y en los artículos 41 y 42 de la Ley 964 de 2005, tratándose de sociedades emisoras de valores, respecto del contenido del reglamento de suscripción de acciones y la readquisición de acciones y su posterior enajenación.

Desde el punto de vista de su naturaleza, corresponde a la fracción en que se divide el capital social que se ha de suscribir para tener la calidad de socio de una sociedad[59], y por ello representa el derecho de su titular en el patrimonio de una sociedad y por consiguiente la participación en su vida corporativa[60].

El Código de Comercio y la Ley 222 de 1995 permiten la emisión de acciones ordinarias, privilegiadas y preferenciales (estas con dividendo fijo y sin derecho a voto); estas últimas solo son susceptibles de ser listadas en el RNVE y en bolsa.

Se trata de un título de naturaleza corporativa o de participación. Como tal no incorporan un derecho de crédito, sino un conjunto de derechos y obligaciones de naturaleza mucho más compleja tanto para la sociedad emisora como para el accionista. El artículo 379 del Código de Comercio establece los derechos que las acciones confieren a los accionistas, los cuales se dividen entre derechos de naturaleza económica y los llamados derechos políticos, a partir de los cuales subyace el principio de igualdad de los accionistas. Las normas del mercado de valores acotan y complementan los derechos de los accionistas, vistos estos conforme a la noción de inversionistas y participantes del mercado de valores. Bajo esta noción —como sucede con los inversionistas en

[59] Ver Francesco Galgano, *Derecho comercial,* vol. ii, Bogotá D. C., Temis, 1999, pág. 283.

[60] Ver Antonio Brunetti, *Sociedades mercantiles,* t. 2, México D. F., Jurídica Universitaria S. A., 2004, pág. 241.

otra clase de valores—, se establecen una serie de normas que tienden a la protección de quienes suscriben y negocian acciones listadas en bolsa: se trata de un régimen de información y transparencia que incluye los procesos de emisión y colocación de acciones en el mercado primario y negociación en el mercado secundario, estableciendo no solo deberes y obligaciones para las sociedades emisoras, sino también derechos y ciertas obligaciones para los accionistas, especialmente en relación con la negociación secundaria, y las cuales se hacen más fuertes y exigentes tratándose de la negociación de paquetes de acciones, significativos o de control.

De conformidad con el artículo 6.15.1.1.2 del decreto 2555 de 2010, toda compraventa de acciones inscritas en una bolsa de valores, que represente un valor igual o superior al equivalente en pesos de sesenta y seis mil unidades de valor real UVR, se debe realizar obligatoriamente por medio de los módulos o sistemas transaccionales de esta, salvo las expresamente exceptuadas, a saber: 1) las compraventas de acciones entre un mismo beneficiario real; 2) las compraventas de acciones de propiedad de las instituciones financieras sometidas al control y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia, que se encuentren en proceso de liquidación; 3) la readquisición de acciones que se realice de conformidad con las disposiciones legales establecidas para el efecto; 4) las enajenaciones de acciones que realicen la Nación o el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (FOGAFIN); 5) las compraventas de acciones emitidas por empresas colombianas que hayan sido ofrecidas públicamente en el exterior y que se realicen en el extranjero; 6) las compraventas de acciones emitidas por empresas extranjeras que hayan sido ofrecidas públicamente en Colombia y que se realicen en el extranjero, y 7) las demás que autorice la Superintendencia Financiera mediante acto administrativo de carácter particular o general.

Por su parte, la Circular Básica Jurídica de la Superintendencia Financiera de Colombia establece las reglas y los procedimientos que se deben aplicar para los traspasos de acciones y bonos convertibles en acciones inscritos en una bolsa de valores, cuando se trata de actos o negocios jurídicos distintos a una compraventa de tales instrumentos, tales como donaciones, sucesiones, órdenes judiciales, fusiones, escisiones o cesiones de activos y pasivos, y liquidación de sociedades conyugales o comerciales[61]. La referida normativa también contiene las

[61] Circular Básica Jurídica, Parte III, Título I, Capítulo I, numeral 3.

reglas en relación con los traspasos de acciones y bonos convertibles en acciones inscritos en una bolsa de valores, con ocasión de daciones en pago, aportes en especie, traspasos por negocios fiduciarios, o cualquier otro acto o hecho jurídico diferentes de los ya mencionados.

b) *Bonos.* El Código de Comercio define en su artículo 752 los bonos como títulos-valores que incorporan una parte alícuota de un crédito colectivo. En relación con esta definición, la primera precisión que debe hacerse es que al ser definido como valor por la Ley 964 de 2005, su caracterización como título-valor pierde relevancia. Los sujetos susceptibles de emitir bonos bajo el régimen del mercado de valores corresponden a aquellas entidades que de acuerdo con su régimen legal puedan emitirlos, incluyendo la posibilidad de efectuar emisiones sindicadas, esto es, emisiones efectuadas por un número plural de entidades. Las reglas de emisión se sujetan a las normas previstas en el decreto 2555 de 2010. El elemento que diferencia los bonos respecto de otra clase de instrumentos de deuda, como los papeles comerciales, es el plazo de emisión que no podrá ser inferior a un año.

Finalmente, en cuanto a las acciones inscritas en bolsa, hay que hacer referencia a otra característica de esta clase de valores, como es la obligación que establecen las normas del mercado de valores, de realizar una oferta pública de adquisición (OPA) cuando se pretende convertirse en beneficiario real de una participación igual o superior al 25 por ciento o más del capital con derecho a voto del emisor, o cuando teniendo dicha participación se la pretenda incrementar , caso en el cual solo podrá hacerse mediante una oferta pública de adquisición por un porcentaje superior al 5 por ciento[62]. La oferta pública de adquisición se trata con mayor detalle en el Capítulo I del Tomo II de esta obra.

Como valor los bonos admiten diferentes modalidades de emisión. En este sentido se pueden emitir bonos ordinarios, bonos de riesgo, bonos opcional u obligatoriamente convertibles en acciones y bonos hipotecarios. En tanto se trate de un empréstito colectivo, por regla general las emisiones de bonos que se hagan en el mercado de valores deben tener un representante de tenedores de bonos, el cual tiene la función de representar a los inversionistas ante la sociedad emisora.

c) *Papeles comerciales.* El decreto 2555 de 2010 define los papeles comerciales como pagarés ofrecidos públicamente en el mercado de valores. La asimilación de esta clase de instrumentos a la naturaleza de los valores se remonta a su consagración como un título susceptible de

[62] Decr. 2555 de 2010, art. 6.15.2.1.1.1.

ser emitido en el marco del mercado de valores bajo la vigencia de la Ley 32 de 1979. La expedición del decreto 2555 de 2010, al efectuar un proceso de reexpedición de las normas que formaban parte de la resolución 400 de 1995, no consideró un examen de la naturaleza de esta clase de instrumentos y simplemente repitió sin mayor análisis la calificación de los papeles comerciales como valor de conformidad con los presupuestos que establece la Ley 964 de 2005. Por supuesto, como valor no tiene sentido definirla como pagarés lo cual plantea una referencia directa e innecesaria a la regulación de los títulos-valores.

Las características que establece el decreto 2555 determinan que su plazo debe ser superior a quince días y no mayor a un año, contado a partir de la fecha de suscripción. El plazo de los papeles comerciales constituye uno de los aspectos que lo diferencia de los bonos. Dentro de los requisitos que se han establecido se exige un monto mínimo de emisión no inferior a 2000 salarios mínimos legales mensuales vigentes, y los recursos captados no pueden ser destinados a la realización de las actividades propias de los establecimientos de crédito ni a la adquisición de acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones. Desde el punto de vista de quien puede ser emisor, se incluyen todas aquellas sociedades que de conformidad con su régimen legal puedan hacerlo, con excepción de los patrimonios autónomos.

d) *Certificados de depósito de mercancías.* Los certificados de depósito de mercancías son títulos representativos de mercancías definidos en el artículo 757 del Código de Comercio, títulos que incorporan los derechos del depositante sobre las mercaderías depositadas y están destinados a servir como instrumento de enajenación, transfiriendo a su adquirente los mencionados derechos, los cuales, de conformidad con la Ley 964 de 2005, tienen la naturaleza de valor. De acuerdo con el decreto 2555 de 2010 (art. 6.8.1.1.1) representan mercancías y productos individualmente especificados o genéricamente designados, con la característica de que debe de tratarse de una calidad homogénea, aceptada y usada en el comercio, razón por la cual los certificados de depósito de mercancías deben especificar el valor de las mercancías, su descripción, el plazo del depósito y el lugar donde están depositadas.

Por la naturaleza de esta clase de título, es un valor que solo puede ser emitido por una entidad expresamente autorizada para ello, como lo son los almacenes generales de depósito, que contra el depósito de una determinada mercancía, emiten el respectivo valor, en el cual asumen frente al depositante ciertas obligaciones, como garantizar la existencia, calidad, conservación y cantidad de la mercancía depositada. La

función que adquieren como valor negociable en el mercado de valores corresponde a la posibilidad del depositante de obtener liquidez en este mercado, bien sea, mediante la venta de los certificados, como instrumento de garantía en la adquisición de créditos o como mecanismos de financiación directa, por medio de operaciones efectuadas en el mercado de valores (repos).

e) *Títulos o derechos resultantes de procesos de titularización.* De acuerdo con la regulación del mercado de valores, la emisión de títulos mediante la estructuración de procesos de titularización corresponde a un proceso de emisión de nuevos valores. Así lo establece el artículo 5.6.1.1.1. del decreto 2555 de 2010, que permite el desarrollo de este mecanismo y la emisión de valores en el mercado, y se apoya en una estructura de diversos contratos y un proceso de emisión que tiene como base el empaquetamiento de activos financieros con la finalidad de ser transformados —con su movilización— en valores para ser colocados en el mercado de valores.

La regulación que fue reexpedida en el decreto 2255 de 2010 permite el desarrollo de diferentes modalidades de titularización y el uso de diferentes subyacentes, incluidos activos hipotecarios. La finalidad de esta clase de procesos es la emisión de un determinado valor de naturaleza crediticia, de participación o mixtos, emitidos generalmente con fundamento en la constitución de un patrimonio autónomo al cual se le trasladan los activos objeto de movilización.

f) *Títulos representativos de capital de riesgo.* El marco normativo del mercado de valores no establece una definición o ejemplificación de lo que constituyen los títulos representativos de capital riesgo. El hecho de que se hayan incluido dentro del listado de títulos que son considerados por el artículo 2º de la Ley 964 de 2005, permite afirmar que no se trata de una serie de instrumentos que se deriven de la posibilidad de crear nuevos valores. En consecuencia, se trata de cualquier clase de títulos que permita la consecución de recursos de capital de riesgo, incluidos los que puedan ser emitidos por fondos o patrimonios autónomos creados en virtud de contratos de fiducia mercantil, con el objeto de hacer inversiones de riesgo para la capitalización de empresas.

g) *Certificados de depósito a término.* De acuerdo con el artículo 1393 del Código de Comercio, los certificados de depósito a término son aquellos en los que se ha estipulado, en favor del banco, un preaviso o un término para exigir su restitución. Se trata de títulos emitidos por los establecimientos de crédito en desarrollo de sus operaciones pasivas, con lo cual son instrumentos de captación de dichas entidades. La

negociación de estos títulos, de acuerdo con el artículo 1394, se hace según el régimen previsto para los títulos-valores. La calificación de valor que hace la Ley 964 de 2005 no modifica en la práctica su régimen de negociación, por cuanto al ser listado dentro de los instrumentos considerados como valores, se les aplica el régimen de los títulos valores con excepción de la acción cambiaria de regreso.

h) *Aceptaciones bancarias.* Se trata de letras de cambio aceptadas por un banco, mediante las cuales este garantiza el pago del importe de una operación comercial. En este sentido, corresponde a un instrumento calificado como valor de acuerdo con el artículo 2º de la Ley 964 de 2005, que sirve como mecanismo de financiación de operaciones comerciales. El literal f) del artículo 7° del EOSF autoriza a los establecimientos bancarios a "[a]ceptar para su pago, en fecha futura, letras de cambio que se originen en transacciones de bienes correspondientes a compraventas nacionales e internacionales". Las letras de cambio giradas por un comprador dentro de una operación comercial a favor del vendedor, se convierten en aceptaciones bancarias, en la medida en que un establecimiento bancario asume la obligación cambiaria de efectuar el pago del valor de la letra de cambio. El origen de las aceptaciones bancarias está en el crédito de firma, el cual como operación no requiere de desembolso efectivo e inmediato de recursos, y permite su negociación en bolsa o en el mercado OTC[63].

i) *Cédulas hipotecarias.* La emisión de cédulas hipotecarias corresponde a una de las operaciones autorizadas a los bancos hipotecarios. De acuerdo con el artículo 130 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (EOSF), los bancos hipotecarios están autorizados para hacer la emisión de esta clase de instrumento, para lo cual, el banco interesado debe dar aviso a la Superintendencia Financiera, especificando el monto de la emisión, el número y serie de las cédulas, fecha de emisión, el plazo para su amortización y la tasa de interés que reconocerán a los suscriptores. Se trata de un instrumento de inversión, que se considera como crédito privilegiado, que goza de preferencia para su pago sobre cualquier otro pasivo de los bancos hipotecarios, con excepción de las pasivos captados mediante depósitos de ahorros. El numeral 3 del citado artículo 130 señala el contenido de las cédulas hipotecarias que se emitan, que deben contener por lo menos todas las circunstancias relacionadas con su emisión, identificación, tasa de interés y plazo de

[63] Al respecto se puede ver Superintendencia Bancaria, Concepto 1998038461-1 de 18 agosto 1998.

amortización. Las cédulas hipotecarias están garantizadas por los créditos hipotecarios otorgados por los bancos y constituyen una especie de garantía colectiva, por cuanto el conjunto de créditos hipotecarios garantiza las cédulas emitidas.

Como valor, de acuerdo con lo previsto en el artículo 2° de la Ley 964 de 2005 y por tratarse de títulos de contenido crediticio emitidos por un establecimiento bancario, se encuentran sujetos al régimen de inscripción automática, según lo previsto en el decreto 2555 de 2010.

j) *Títulos de deuda pública.* Son títulos de deuda pública los documentos y valores de contenido crediticio y con plazo para su redención, emitidos o garantizados por la Nación, sus entidades descentralizadas, y los títulos emitidos por las entidades territoriales y sus entidades descentralizadas.

k) *Derivados financieros*[64]. De acuerdo con el parágrafo 3º del artículo de la Ley 964 de 2005, así como en las normas que la desarrollen y complementen "[...] será aplicable a los derivados financieros, tales como los contratos de futuros, de opciones y de permuta financiera, siempre que los mismos sean estandarizados y susceptibles de ser transados en las bolsas de valores o en otros sistemas de negociación de valores. Los productos a que se refiere el presente parágrafo solo podrán ser ofrecidos al público previa su inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores". Con fundamento en esta norma, es claro que los derivados financieros son considerados valores y, en consecuencia, sujetos de la regulación del mercado de valores, siempre y cuando se dé cumplimiento a los requisitos que allí se exigen. Para ello es necesario que los derivados financieros sean estandarizados, lo cual significa que las características de estos instrumentos deben ser similares y estar previamente definidas cuando menos en cantidad o monto, plazo de vencimiento, activo subyacente, precio y forma y condiciones de liquidación. Así mismo, se requiere que se puedan negociar en los sistemas transaccionales que forman parte del mercado de valores, con lo cual, la aceptación a negociación en algunos de estos sistemas significa que las características de las operaciones han quedado definidas en los reglamentos de tales sistemas transaccionales. Además, y en la medida en que entran a formar parte de la noción de valores, los contratos de derivados deben estar inscritos en el Registro

[64] Nota del Editor: En el capítulo II de la parte III de esta obra se incluye un estudio detallado de los derivados financieros, su función económica y régimen, desde la perspectiva de los contratos y operaciones de intermediación de valores.

Nacional de Valores y Emisores de acuerdo con los requisitos que se hayan establecido para ello.

Tratándose de los contratos y derivados financieros cuyo subyacente sea energía eléctrica o gas combustible (parg. 4º del art. 2º de la Ley 964 de 2005), el gobierno nacional podrá reconocerles la calidad de valores, para lo cual debe informar previamente a la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG).

Lo previsto en los parágrafos 3º y 4º citados, desarrolla dos reglas especiales y particulares en relación con el régimen de valores y su aplicación a los derivados financieros. Los entendemos como reglas especiales porque el análisis de la naturaleza de valor de los derivados financieros no se rige por la primera parte del artículo 2º de la Ley 964 de 2005 ni por la lista enunciativa en donde enumera algunos instrumentos que son considerados valores. Esto se desprende del contenido de los parágrafos mencionados, en los cuales de distintas maneras se hace referencia a la aplicación del concepto de valor a los derivados. En otros términos, el tratamiento de los derivados financieros no involucra el mismo análisis y en cierta forma la consideración de los mismos supuestos de la noción general de valor. Incluso, se puede afirmar que el tratamiento es excepcional en la medida en que se parte de un reconocimiento implícito de que los derivados financieros no necesariamente son por su naturaleza valores y de que solo para efectos de su participación y desarrollo son considerados como tal si cumplen ciertos requisitos (parg. 3º) o que se les puede reconocer tal naturaleza para lo cual se requiere el pronunciamiento expreso del gobierno, previa información a la CREG y sin que deba esperarse una posición positiva o negativa de aquella (parg. 4º). Bajo estos presupuestos, la Ley 964 de 2005 abrió la posibilidad de que a los derivados financieros se les pueda reconocer la naturaleza y efectos previstos para los valores, especialmente la de ser considerados como tal y quedar sujetos a la regulación del mercado de valores. La principal consecuencia de esto es que el análisis de la condición de valor de estos instrumentos —como ya se dijo—, es que no deben cumplir los presupuestos que establece el primer párrafo del artículo 2º de la Ley 964, es decir, que sean de naturaleza negociable, que formen parte de una emisión, y que tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público, con lo cual es claro que independientemente de que cumplan o no con esos presupuestos, su naturaleza de valor se deriva de un tratamiento y remisión especial de la ley y del pronunciamiento expreso del gobierno en el caso de los derivados con subyacente en energía o gas. Por esta razón, al examinar

la naturaleza y contenido de los derivados financieros cualquiera que sea el subyacente e incluidos los que tiene como referencia energía o gas, no es necesario y tampoco tiene utilidad práctica o teórica entrar a discutir si los mismos son negociables o no o si pueden o deben transarse en sistemas transaccionales que formen parte del mercado de valores; o si son parte o no de una emisión; o si tienen o no por finalidad o efecto captar recursos del público.

F) *Creación de nuevos valores*

La creación de nuevos valores es un concepto que está asociado a la dinámica, movimiento y constante evolución de los mercados. En general se parte del supuesto de que las normas que regulan el mercado de valores deben contener los mecanismos legales que permiten reconocer el desarrollo de nuevos instrumentos financieros y sobre todo su emisión y negociación. Durante la época en la cual estuvo vigente la Ley 32 de 1979 se interpretó que la norma del numeral 6 del artículo 9° desarrollaba el marco legal que permitía la creación de nuevos valores en el mercado. Al establecer la norma citada la atribución de la Comisión Nacional de Valores de "[d]eterminar los documentos que conforme a la presente ley han de quedar sujetos al régimen de la misma y las pautas servirán de base para ordenar el registro de los que se crearen en el futuro, así como las condiciones para que los mismos puedan ser inscritos y negociados en bolsas de valores o de mercancías", se entendió y reconoció la posibilidad real de que se crearan nuevos documentos e instrumentos negociables (valores) en el mercado, lo cual se originaba de la facultad de determinar qué documentos quedaban sujetos al régimen de la Ley 32 y los requisitos que debían cumplirse para su inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios. Posteriomente, el decreto 2739 de 1992 adoptó normas en la misma línea: los numerales 16 y 36 del artículo 3º complementaron la Ley 32 de 1979 al disponer como atribución de la Superintendencia de Valores, por una parte, "[d]eterminar los valores que conforme a la Ley 32 de 1979 estarán sujetos al régimen de la misma", y por otra, "[e]stablecer los requisitos que deben llenar los nuevos valores que se creen en el futuro para que puedan ser inscritos en el Registro Nacional de Valores y en las bolsas de valores [...]". Ejemplos de la función de creación de nuevos valores con fundamento en el régimen de la Ley 32 de 1979 y el decreto 2739 de 1992, lo fueron en su momento los papeles comerciales y posteriormente los títulos derivados de la estructuración de

procesos de titularización e incluso la posibilidad de negociar índices financieros.

A partir de la expedición de la Ley 964 de 2005 se volvió a plantear este problema, que se consideró un asunto pacífico desde el punto de vista de la Ley 32 de 1979. Sin embargo, esa función como parte de la dinámica del mercado de valores volvió a plantearse a partir de supuestos diferentes: en efecto, el concepto de valor que desarrolló el artículo 2° de la Ley 964 de 2005, evidentemente permite la posibilidad de que los nuevos instrumentos que se vayan desarrollando en los mercados puedan tener el reconocimiento y la entidad de la categoría jurídica que la Ley 964 atribuye a dicho concepto. En cierto sentido, el proceso es más simple porque basta que un determinado instrumento reúna las características que dispuso la ley, esto es, que sean de naturaleza negociable, que formen parte de una emisión y que tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público. Tal y como lo afirmamos, no es necesario para ello que exista una previa autorización o un reconocimiento expreso del gobierno, por cuanto, siguiendo el artículo 2° de la Ley 964 es suficiente para ser considerado como valor que se cumplan los requisitos antes mencionados. El reconocimiento o atribución de esa categoría a un instrumento por parte del gobierno son aspectos adicionales que sin lugar a dudas no son exigencias o requisitos de la Ley 964[65]. En el mismo sentido, la determinación de los requisitos de inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) del SIMEV no constituyen elementos necesarios para que un determinado instrumento tenga o adquiera la naturaleza de valor, o como requisitos necesarios para su existencia. Ciertamente es un problema diferente por cuanto el gobierno tiene la competencia de intervención para fijar los requisitos de funcionamiento del SIMEV e inscripción de valores y emisores en el RNVE (arts. 4° f y 7° de la Ley 964 de 2005) y por esa vía, al no fijar los requisitos de inscripción de un determinado valor, puede evitar su participación dentro del mercado de valores.

[65] Un ejemplo del reconocimiento de la calidad de valor a un instrumento por parte del gobierno nacional, se encuentra en el decr. 1340 de 2008, hoy incorporado en el decr. 2555 de 2010, art. 5.4.5.2.1., mediante el cual se dispuso que los certificados fiduciarios emitidos con cargo a patrimonios autónomos conformados con productos agropecuarios, agroindustriales u otros commodities de conformidad con lo previsto en el presente decreto, podrán ser negociados por conducto de los intermediarios que actúen en las bolsas de productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*, y tendrán la calidad de valor.

BIBLIOGRAFÍA

A) *Doctrina*

Barrachina, Eduardo: *Derecho del mercado de valores,* Madrid, Difusión Jurídica y Temas de Actualidad S. A., Madrid, 2011.

Brunetti, Antonio: *Sociedades mercantiles,* t. 2, México D. F., Jurídica Universitaria S. A., 2004.

Cachón Blanco, José Enrique: *Derecho del mercado de valores*, España, S.L.–Dykinson, 2002.

Choi, Stephen J. y Pritchard, A. C.: *Essential Securities Regulation*, Nueva York, Aspen Publishers, Wolters Kluwer - law and Business, 2008.

Cifuentes Muñoz, Eduardo: *El concepto de valor: reflexiones críticas a la luz del derecho comparado y del derecho colombiano*, Bogotá, Universidad de los Andes, Facultad de Derecho, 1985.

Galgano, Francesco: *Derecho comercial,* vol. ii, Bogotá D. C., Temis, 1999.

Jennings, Richard W. y Marsh, Harold: *Securities Regulation*, The Foundation Press, Inc sixth edition, University Casebook, 1987.

López Roca, Luis Fernando: *El concepto de valor en la ley 964 de 2005 frente a la noción de mercado púrcado de valores*, en Constanza Barón Blanco y Mauricio Herrera Baquero (editores) *Cinco años de la ley 964 de 2005: ¿se están cumpliendo sus objetivos?,* Bogotá D. C., Universidad Externado de Colombia, 2011.

Martinez Neira, Néstor Humberto: *Cátedra de derecho bancario colombiano,* Bogotá, Legis, 2004.

Trujillo Calle, Bernardo: *De los títulos valores,* t. i, Bogotá D. C., Temis, 1996.

Varón Palomino, Juan Carlos y Abella Abondano, Germán Darío: *Derechos fiduciarios y mercado de valores: reflexiones frente a la normativa colombiana*, Bogotá D. C., Universidad de los Andes, Facultad de Derecho, y Asociación de Fiduciarias, 2013.

B) *Jurisprudencia y doctrina administrativa*

Corte Suprema de Justicia, sent. de 30 de noviembre de 1999, M. P. Carlos Ignacio Jaramillo, "G. J.", t. CCLXI, núm. 2500.

Superintendencia de Valores, Concepto 20056–946 de 27 de julio de 2005.

Superintendencia Financiera de Colombia, Concepto 2008058683-001 de 30 de septiembre de 2008.

Corte Const., sent. C–963 de 1999.

ÍNDICE DE AUTORES

— A —

Abella Abondano, Germán Darío: 141, 197, 254.
Akerlof, George: 10, 14.
Alba Molina, Andrea Patricia: 106.
Aldana Gantiva, Carlos: 106, 125.
Alesina, Alberto: 89.
Alexandru B, Petra: 106.
Alfayete, Javier: 198.
Anderson, K.: 207.
Ararat, Melsa: 106.
Arévalo, Alexis: 208.
Aristizábal, Felipe: 106.

— B —

Backal, Daniel: 207.
Baker, Tom: 7.
Barrachina, Eduardo: 229.
Bassetti: 32.
Berle, Adolf: 209.
Bernanke, B. S.: 203.
Black, Bernard: 9, 18.
Bordo, Michael: 206.
Brooks, C.: 207.
Brunetti, Antonio: 271.
Butler, Kirt: 206.

— C —

Caballero Argáez, Carlos: 163, 213.
Cachón Blanco, José Enrique: 68.
Carrasquilla, Alberto: 89.
Castellano, Guiliano G.: 224.
Chenggang, Xu: 21.
Choi, Stephen J.: 257.
Cifuentes Muñoz, Eduardo: 231.
Coffee, John C.: 10, 33, 135, 209.
Coffee Jr, John: 25, 126.

— D —

Davis, Kenneth: 205.
De la Vega, José: 199.
Del Villar, Rafael: 207.
Demyanyk, Yuliya: 202.

— E —

Echavarría, Claudia: 106.
Edwards, Robert: 32.
Eichengreen, Barry: 206.

— F —

Fagua Guauque, Néstor: 221.
Fama, Eugene: 26, 30.
Fernández Albor, Agustín: 71.
Fleckner, Andreas: 198, 200.
Fleming, Alex: 88.
Flores Huérfano, Luis Humberto: 72.
Freeman, Edward: 9.
Friedman, Milton: 201.

— G —

Gabino Pinzón: 51.
Galgano, Francesco: 271.
Gerscovich, Carlos Gustavo: 77.
Gilson, Ronald: 18, 33.
Giovannini, Alberto: 206.
Good, David: 201.

— H —

Hemert, Van: 202.
Hopt, Klaus J.: 200, 201.
Hunter, W. C.: 207.

— I –

Ibáñez Jiménez, Javier: 47.

— J —

Jacobson Schwartz, Anna: 201.
Jennings, Richard W.: 223.
Jensen, Michael: 6, 7.

— K —

Katsaris, A.: 207.
Kaufman, G. G.: 207.

Kelsen, Hans: 68.
Krueger, T. H.: 207.
Krugman, Paul: 7.

— L —

Landes, William: 4.
La Porta, Rafael: 12.
León, Nydia Remolina: 106.
Lewis, Michael: 39.
Lodewijk, Petram: 198.
López-de-Silanes, Florencio: 12.
López, Juan Manuel: 80.
López Roca: 257.

— M —

Machine, José Luis: 199.
Magee, John: 32.
Malaikah, S. J.: 206.
Maldonado, Milton: 208.
Mancur, Olson: 15.
Markowitz, Harry: 32.
Marsh, Harold: 223.
Martínez Beltrán, Néstor Camilo: 45, 59, 68.
Martínez Neira, Néstor Humberto: 19, 47, 77, 154, 156.
Marx, Groucho: 203.
Masaaki, Shirakawa: 206.
Maugeri, Leonardo: 206.
Meckling, William: 6, 7.
Meisel Roca, Gustavo Adolfo: 146.
M. Hopt, Klaus J.: 198.
Murillo, José Antonio: 207.

— N —

Noyes, Alexander: 202.

— O —

Okina, Kunio: 206.
Ospina Fernández, Guillermo: 75.

— P —

Pirenne, Henri: 198.
Pistor, Katharina: 21.
Portilla, Andrés: 210.
Posner, Richard: 4.
Pritchard, A. C.: 257.

— R —

Raithby, John: 199.
Reed, David L.: 9.
Rincón Ospina, Felipe Alfonso: 3, 96.
Rodríguez Rodríguez, Joaquín: 56.
Rojas González, Germán: 46.
Rosillo Rojas, Mauricio: 47.
Ross, Nestor: 18.
Ruiz de Almirón, Víctor: 198.

— S —

Sánchez Calero, Fernando: 47.
Sánchez, José Luis: 228.
Santana, Maria Helena: 106.
Savatier: 51, 52.
Schubert, Eric: 199.
Shigenori, Shiratsuka: 206.
Shleifer, Andrei: 12.
Smith, Adam: 7.
Sommer Jr, A. A.: 54.
Spence, Michael: 23, 107.
Steiner, Roberto: 89.

— T —

Tapia Hermida, Alberto Javier: 55.
Taylor, Michael: 88.
Temin, Peter: 199.
Tovar Zambrano, Bernardo: 142.
Trubek, David: 77.
Trujillo Calle, Bernardo: 241, 270.

— U —

Urrutia Montoya, Miguel: 163, 213.

— V —

Varón Palomino, Juan Carlos: 254.
Velásquez Restrepo, Carlos Alberto: 47.
Villoro Toranzo, Miguel: 46.
Vishny, Robert: 12.
Voth, Hans-Joachin: 199.

— W —

Wheelock, David: 202.
White, Eugene: 201.
Wilentz, Sean: 201.

— Y —

Yurtoglu, Burcin: 106.

— Z —

Zervos, Sara: 18.
Zunzunegui, Fernando: 54, 77.

Este libro se terminó de imprimir en los talleres de Editorial Nomos, el día catorce de abril de dos mil diecisiete, aniversario del nacimiento de CARLO FRANCESCO GABBA (n. 14, IV, 1838 y m. 18, II, 1920).

LABORE ET CONSTANTIA