

Régimen del mercado de valores

Tomo IV Otras instituciones de los mercados de valores

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

RÉGIMEN DEL MERCADO DE VALORES

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

RÉGIMEN DEL MERCADO DE VALORES

TOMO IV

Otras instituciones de los mercados de valores



Bogotá - Colombia
2019

Régimen del mercado de valores. – Bogotá : Universidad de los Andes, Facultad de Derecho, Ediciones Uniandes, 2017-2019

4 tomos ; 17 x 24 cm.

Contenido : tomo 4. Régimen del mercado de valores: otras instituciones de los mercados de valores / Juan Carlos Varón Palomino, Germán Darío Abella Abondano (Coordinadores Académicos)

ISBN 978-958-35-1132-5 (obra completa) ; 978-958-774-864-2 (tomo 4)

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

CDD 346.092

SBUA

Primera edición: mayo de 2019

Para citar este libro: <http://dx.doi.org/10.15425/2017.262>

© Juan Carlos Varón Palomino, Germán Darío Abella Abondano

© Juana Beltrán Echeverri, Francisco Gómez Rueda, Germán Eduardo Nieto Olivar, Mariana Castellanos Ramírez, Paola Saavedra Camerano, Diana Rivera Andrade, Pilar Cabrera Portilla, Alberto Boada Ortiz, Stella Villegas de Osorio, Jose Yesid Benjumea Betancur, Felipe Gaviria, Ana María Prieto, Lissa Parra.

© Universidad de los Andes, Facultad de Derecho

Ediciones Uniandes

Calle 19 n.º 3-10, oficina 1401

Bogotá, D. C., Colombia

Teléfono: 3394949, ext. 2133

<http://ediciones.uniandes.edu.co>

infeduni@uniandes.edu.co

ISBN: 978-958-774-864-2

ISBN *e-book*: 978-958-774-865-9

DOI <http://dx.doi.org/10.15425/2017.262>

Cuidado de los textos: área de publicaciones Facultad de Derecho

Diagramación interior y cubierta: Angélica Ramos

Impresión:

Xpress Estudio Gráfico y Digital S. A. S. - Xpress Kimpres

Carrera 69H n.º 77-40

Teléfono: 602 08 08

Bogotá, D. C., Colombia

Impreso en Colombia – Printed in Colombia

Universidad de los Andes l Viglada Mineducación.

Reconocimiento como universidad: Decreto 1297 del 30 de mayo de 1964.

Reconocimiento de personería jurídica: Resolución 28 del 23 de febrero de 1949, Minjusticia.

Acreditación institucional de alta calidad, 10 años: Resolución 582 del 9 de enero del 2015, Mineducación.

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 la editorial.

PRESENTACIÓN

El tomo IV se dedica a varias instituciones del derecho del mercado de valores, que se tratan en sendas partes:

La parte primera 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 de la 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, la fusión, cesión o transferencia, y la liquidación de los vehículos de inversión colectiva.

La parte segunda 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 tercera 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 cuarta consta de un capítulo único, dedicado 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 quinta 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.

ÍNDICE GENERAL

	PÁG.
Presentación.....	VII

PARTE PRIMERA

VEHÍCULOS DE INVERSIÓN COLECTIVA

CAPÍTULO I

ENTIDADES ADMINISTRADORAS DE VEHÍCULOS DE INVERSIÓN COLECTIVA

JUAN CARLOS VARÓN PALOMINO

Introducción.....	3
1. Conceptos y términos básicos	5
A) Vehículos de inversión colectiva	5
B) Entidades administradoras de VIC	6
2. Principios internacionales sobre regulación y supervisión de administradores de VIC	10
A) Principios de la IOSCO	10
B) Principios de la Unión Europea.....	13
3. Formas asociativas que pueden adoptar las entidades administradoras de VIC	15
4. Actividades propias de la industria de inversión colectiva	16
5. Requisitos de creación y autorización de los administradores de VIC	24
A) Capital mínimo y patrimonio adecuado	24
B) Idoneidad de accionistas y administradores	28
C) Requerimientos de infraestructura y garantías	30
D) Alcance de la licencia y revocación	34
6. Principales deberes de la entidad administradora y distribuidora, y del gestor de portafolio	39

A) Actuar de manera profesional en la administración de los VIC	40
B) Dar prevalencia a los intereses de los inversionistas.....	43
C) Deberes relacionados con la distribución de VIC	47
D) Vincular a los inversionistas y recibir sus aportes.....	54
E) Llevar la contabilidad de los VIC	55
F) Suministrar a los inversionistas información sobre los VIC y su desempeño	55
7. Gobierno corporativo de las entidades administradoras de VIC...	70
A) Principios de gobierno corporativo en materia de entidades administradoras de VIC.....	70
B) Órganos de gobierno corporativo de las entidades administradoras de VIC, deberes y responsabilidades	71
Bibliografía.....	75

CAPÍTULO II

VEHÍCULOS DE INVERSIÓN COLECTIVA

JUAN CARLOS VARÓN PALOMINO

1. Antecedentes.....	79
2. Concepto de “vehículos de inversión colectiva”	83
3. Función económica de los VIC, principales beneficios y riesgos para los inversionistas, y naturaleza de las actividades relacionadas con los VIC.....	86
4. Forma legal de los VIC	90
A) Estructura societaria	91
B) Estructura fiduciaria / patrimonio independiente	91
5. Aportes y participaciones del inversionista en el VIC	92
6. Clasificación de los VIC	96
A) Por la liquidez primaria de las participaciones en el VIC	96
B) Por el activo objeto de inversión	99
C) Por su ámbito geográfico de operación	109
D) Por el objetivo económico del fondo.....	110
E) Familias de fondos	112
7. Derechos de los inversionistas en VIC	113
8. Fusión, cesión o transferencia, y liquidación de VIC.....	115

	PÁG.
A) Fusión de VIC	115
B) Cesión o transferencia de VIC	119
C) Liquidación de VIC	124
Bibliografía.....	136

PARTE SEGUNDA

INFRAESTRUCTURA DEL MERCADO DE VALORES

CAPÍTULO I

BOLSAS DE VALORES Y SISTEMAS DE NEGOCIACIÓN Y REGISTRO

JUANA BELTRÁN ECHEVERRI
FRANCISCO GÓMEZ RUEDA

1. Concepto e importancia	145
2. Antecedentes generales	147
A) Origen de las Bolsas de Valores	147
B) De las bolsas de valores a los sistemas de negociación electrónicos	152
C) Desarrollo del mercado mostrador y de los sistemas de registro	153
3. Historia de las bolsas de valores y de los sistemas de negociación y registro en Colombia	154
A) Bolsas de valores	154
B) Sistemas de negociación y registro	156
4. Bolsas de valores y sistemas de negociación y registro en el ordenamiento jurídico colombiano	158
A) Actividad del mercado de valores	158
B) Definición normativa	158
C) Sociedades administradoras: entidades, dirección, administración y gobierno corporativo	160
D) Activos negociados	165
E) Funciones y deberes	166
F) Participantes, afiliados o miembros	170

	PÁG.
G) Reglamento, circulares e instructivos operativos.....	173
H) Tipos de operaciones	176
5. Contexto internacional.....	177
A) Conceptos básicos sobre sistemas de negociación en diferentes jurisdicciones	177
B) Integración e internacionalización de los mercados bursátiles	182
C) Sistemas de negociación y sistemas de registro o repositorios de información como respuesta a la crisis financiera de 2008	189
Bibliografía.....	191

CAPÍTULO II

LA ACTIVIDAD DE ADMINISTRACIÓN DE LOS DEPÓSITOS CENTRALIZADOS DE VALORES

GERMÁN EDUARDO NIETO OLIVAR

1. Antecedentes.....	195
2. Concepto.....	196
3. Principios internacionales sobre administración de depósitos centralizados de valores.....	197
4. Generalidades sobre los depósitos de valores y la anotación en cuenta	200
A) La anotación en cuenta.....	200
B) Principios derivados de la anotación en cuenta: prioridad, tracto sucesivo, fungibilidad, rogación y buena fe.....	200
5. El depósito y la desmaterialización	203
A) Depósito de valores.....	203
B) Administración de valores.....	204
C) Inmovilización y desmaterialización	205
D) Depósito y administración de títulos valores que no sean “valores”.....	206
E) Compensación y liquidación de valores a cargo de los depósitos	208
F) Depósitos transparentes y no transparentes.....	209
G) Las entidades administradoras de depósitos de valores	211
H) ¿Cuántos depósitos deben existir en cada país?	212
Bibliografía.....	213

CAPÍTULO III

LOS SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE OPERACIONES SOBRE VALORES

MARIANA CASTELLANOS RAMÍREZ

	PÁG.
1. Concepto	215
2. Objeto	221
3. Mecanismos para la compensación y liquidación de las operaciones.....	222
4. Funciones - Mitigación de riesgos.....	223
5. Sociedades administradoras.....	224
6. Participantes	227
7. Relación con bolsas de valores, sistemas de negociación y registro, depósitos centralizados de valores y sistemas de pagos	227
8. Aplicación de los principios de finalidad y protección de las garantías y principios internacionales sobre compensación y liquidación de operaciones sobre valores	228
A) Principio de finalidad	228
B) Principio de protección a las garantías.....	231
C) Principios internacionales sobre compensación y liquidación de operaciones sobre valores (BIS-IOSCO)....	231
9. Actividad de custodia de valores	232
Bibliografía.....	233

CAPÍTULO IV

CÁMARAS DE RIESGO CENTRAL DE CONTRAPARTE

PAOLA SAAVEDRA CAMERANO
DIANA RIVERA ANDRADE

1. Antecedentes.....	238
2. Definición y elementos	243
A) Definición	243
B) Elementos	245

	PÁG.
3. Principios	246
A) Principio de finalidad	246
B) Principio de protección de las garantías	248
4. Ubicación en el mercado de valores	250
5. Entidades de contrapartida central	250
A) Constitución y estructura	250
B) Socios	251
6. Miembros	251
A) Miembro liquidador	251
B) Miembros no liquidadores o negociadores	253
7. Activos susceptibles de ser compensados y liquidados en una entidad de contrapartida central	253
8. Modelo de riesgo	255
A) Riesgo legal	255
B) Riesgo de crédito	256
C) Riesgo de liquidez	261
D) Riesgo de custodia e inversión	262
E) Riesgo operativo	263
F) Riesgo general de los negocios	263
9. Modelo operativo	265
A) Mecanismos de interposición	266
B) Infraestructura tecnológica e interconexión	267
C) Estructura de cuentas	269
D) Seguridad y confidencialidad	269
10. Derecho colombiano	269
A) Definición y elementos de la definición	269
B) Principios	272
C) Modelo operativo	274
D) Modelo de riesgo	275
11. Derecho comparado	275
A) España	275
B) México	281
C) Brasil	288
Bibliografía	291

PARTE TERCERA

CAPÍTULO ÚNICO

OFRECIMIENTO TRANSFRONTERIZO DE PRODUCTOS Y SERVICIOS DEL MERCADO DE VALORES

**PILAR CABRERA PORTILLA
ALBERTO BOADA ORTIZ**

	PÁG.
1. Desde la perspectiva de los tratados de libre comercio	297
A) Acuerdos internacionales en materia de servicios.....	297
B) Acuerdos internacionales para la protección de las inversiones	302
2. Desarrollo del comercio transfronterizo de servicios y productos extranjeros.....	305
A) Régimen cambiario y de inversión extranjera.....	306
B) Regulación financiera aplicable a las operaciones transnacionales del mercado de valores	318
Bibliografía.....	345

PARTE CUARTA

CAPÍTULO ÚNICO

LA AUTORREGULACIÓN EN LOS MERCADOS DE VALORES

**STELLA VILLEGAS DE OSORIO
JOSÉ YESID BENJUMEA BETANCUR**

1. Consideraciones previas y ámbito de aplicación	349
2. Orígenes históricos de la autorregulación	351
A) Estados Unidos, Reino Unido y Colombia.....	351
B) Antecedente del estatuto legal de la autorregulación en Colombia	356
3. La autorregulación regulada, génesis y alcance de la figura	361
4. Principios internacionales sobre autorregulación (IOSCO)	367

	PÁG.
5. Funciones del Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) (supervisión, regulación, disciplina y certificación).....	370
A) Función de supervisión	370
B) Función de regulación	375
C) Función disciplinaria	377
D) Función de certificación	381
6. Relación entre la autorregulación y los reguladores estatales	384
A) La supervisión estatal en el mercado de valores	384
B) Coordinación entre los dos estamentos (principios y mecanismos de coordinación)	384
C) ¿Qué supervisar de un organismo de autorregulación?	387
7. Conflictos de interés y gobierno corporativo.....	389
8. Impacto de la crisis financiera de 200-2008 en los sistemas de autorregulación	390
Bibliografía.....	395

PARTE QUINTA

CONDUCTAS QUE AFECTAN LA FORMACIÓN DE PRECIOS EN EL MERCADO DE VALORES, Y RÉGIMEN DISCIPLINARIO DEL MERCADO DE VALORES

CAPÍTULO I

CONDUCTAS QUE AFECTAN LA FORMACIÓN DE PRECIOS EN EL MERCADO DE VALORES

FELIPE GAVIRIA
ANA MARÍA PRIETO
LISSA PARRA

1. Introducción.....	399
2. Abusos de mercado	402
A) Manipulación.....	402
B) Información privilegiada.....	410
C) Defraudación	418
Bibliografía.....	422

CAPÍTULO II

RÉGIMEN DISCIPLINARIO DEL MERCADO DE VALORES

JUAN CARLOS VARÓN PALOMINO
GERMÁN DARÍO ABELLA ABONDANO

	PÁG.
Introducción.....	425
1. Régimen administrativo sancionatorio del Estado	426
A) Antecedentes.....	426
B) Régimen sancionatorio de la Ley 964 de 2005.....	432
2. La función disciplinaria en la actividad de autorregulación.....	465
A) Antecedentes y fundamentos de la función disciplinaria	467
B) Naturaleza de la función disciplinaria	473
C) Alcance de la función disciplinaria.....	476
D) Sujetos pasivos de la función disciplinaria.....	478
E) Órgano disciplinario del organismo de autorregulación.....	480
F) Proceso disciplinario	482
G) Sanciones.....	486
H) El proceso disciplinario en el Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia	486
I) Responsabilidad de los organismos de autorregulación y demanda de las decisiones ante la jurisdicción ordinaria...	488
J) La responsabilidad disciplinaria privada y el título de imputación.....	489
3. Anotación final	495
Bibliografía.....	495

PARTE PRIMERA

VEHÍCULOS DE INVERSIÓN COLECTIVA

CAPÍTULO I

ENTIDADES ADMINISTRADORAS DE VEHÍCULOS DE INVERSIÓN COLECTIVA*

JUAN CARLOS VARÓN PALOMINO**

INTRODUCCIÓN

En este capítulo se presenta un panorama de la institución de las entidades administradoras de vehículos de inversión colectiva, desde la perspectiva de su concepto, naturaleza y tipología, los principios internacionales sobre regulación y supervisión de tales entidades, sus funciones, las actividades propias de la industria de inversión colectiva, los requisitos de creación y autorización, los principales deberes y responsabilidades, y el gobierno corporativo, a partir del examen de la regulación de los países de la muestra en la materia, con particular énfasis en los países latinoamericanos escogidos: Chile, Colombia, México y Perú.

En estos países latinoamericanos se aprecia un esfuerzo consciente y progresivo de los reguladores nacionales para acercar la normativa local a los estándares internacionales, como puede constatarse en Colombia con la expedición de los decretos 1242 y 1243 del 14 de junio

* Para citar este capítulo: <http://dx.doi.org/10.15425/2017.263>

** Juan Carlos Varón Palomino es abogado y especialista en Derecho Comercial de la Universidad de los Andes. Es máster en leyes (LL. MM.) de Harvard Law School. Se ha desempeñado como jefe de las divisiones de bancos y sociedades fiduciarias y como director general (e) de bancos y corporaciones en la Superintendencia Bancaria (Hoy Superintendencia Financiera de Colombia). Ha sido decano (e) y director de la Especialización en Legislación Financiera de la Facultad de Derecho de la Universidad de los Andes. Actualmente es profesor titular y director de la Maestría en Derecho Privado de la Facultad de Derecho de la Universidad de los Andes. Socio de la firma Silva, Varón & Asociados.

de 2013¹; en Chile, con la Ley 20.712 del 14 de enero de 2014² y el Decreto Supremo de Hacienda 129 del 8 de marzo de 2014³; en México, con las reformas de la Ley de Sociedades de Inversión de 2001 (hoy Ley de Fondos de Inversión) publicadas el 10 de enero y el 13 de junio de 2014, y en Perú con la reforma del Reglamento de Fondos Mutuos de Inversión en Valores y sus Sociedades Administradoras del año 2013⁴.

¹ La regulación colombiana en esta materia está contenida en la parte 3 del Decreto 2555 de 2010, en la cual se reexpidieron las normas del Decreto 2175 de 2007. Esta regulación fue reemplazada integralmente por el Decreto 1242 del 14 de junio de 2013, con vigencia desde el 1.º de enero de 2015, para modernizar y fortalecer la regulación local y aproximarla a estándares internacionales. Una de las modificaciones adoptadas es el cambio de denominación legal de los VIC colombianos, abandonando la de “carteras colectivas” y sustituyéndola por la de “fondos de inversión colectiva”. En este trabajo, salvo que se indique algo distinto, se citan las disposiciones del Decreto 1242 de 2013, incorporadas en la parte 3 del Decreto 2555 de 2010. Dicha regulación es complementada por las instrucciones impartidas por la Superintendencia Financiera de Colombia, en el título VI de la parte III de la Circular Básica Jurídica (Circular Externa 029 de 2014). Por otra parte, mediante el Decreto 1243 de 2013 se reglamentó la actividad de custodia de valores, con incidencia sobre los VIC y sus administradores, en la medida en que se estableció como obligación a cargo de estos la de entregar los valores de los fondos administrados en custodia a custodios especializados. Las normas del Decreto 1243 de 2013 fueron también incorporadas al Decreto 2555 de 2010, mediante la adición del libro 37 de la parte 2, según el Decreto 1498 de 2013.

² La Ley 20.712 derogó los siguientes cuerpos legales: (a) los títulos XX y XXVII de la Ley 18.045; (b) el Decreto-Ley 1.328, de 1976, cuyo texto refundido fue fijado por el Decreto Supremo de Hacienda 1.019, de 1979; (c) la Ley 18.657 y (d) la Ley 18.815. La Ley 20.712 rige a partir del primer día del mes subsiguiente al de la expedición del reglamento que reemplace los reglamentos de fondos mutuos y de fondos de inversión, el cual está contenido en el Decreto Supremo de Hacienda 129 de 2014. Además se tienen las normas de carácter general expedidas por la Superintendencia de Valores y Seguros (norma de carácter general n.º 375 de fecha 20 de enero de 2015).

³ El Decreto Supremo de Hacienda 129 de 2014 se publicó en el *Diario Oficial* del 8 de marzo de 2014 y rige a partir del 1.º de mayo de 2014, y derogó los decretos supremos 1179 de 2010 y 864 de 1989, ambos del Ministerio de Hacienda.

⁴ El Reglamento de Fondos Mutuos y sus Sociedades Administradoras fue aprobado mediante la Resolución Conasev n.º 068-2010-EF/94.01.1, publicada el 16 de julio de 2010, la cual fue modificada mediante la Resolución SMV n.º 008-2013-SMV/01, del 22 de marzo de 2013, y mediante la Resolución de Superintendente n.º 00116-2013, publicada el 27 de septiembre de 2013, y la Resolución de Superintendente n.º 005 de 2015. Por mandato de la Ley 29782, Ley de Fortalecimiento de la Supervisión del Mercado de Valores, publicada el 28 de julio de 2011, se sustituyó la denominación de Conasev por la de Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).

La modernización y armonización de principios y reglas básicas es uno de los elementos que se requieren para lograr una mayor integración de los mercados nacionales de fondos en el ámbito regional —teniendo en cuenta el ejemplo de la Unión Europea—, sin que ello implique necesariamente uniformar las regulaciones, lo cual sería un objetivo poco práctico, habida cuenta de que si bien los países latinoamericanos comparten una tradición jurídica común de derecho romano-germánico, existen diferencias entre las culturas legales, que lo dificultarían.

Las adecuadas regulación y supervisión de las entidades administradoras de vehículos de inversión colectiva revisten especial importancia para la estabilidad y el buen funcionamiento de los mercados financieros y de valores, en tanto dichas entidades, por medio de tales vehículos, captan y manejan ahorro del público inversionista. Además, se advierte como una tendencia en los mercados la de que la inversión en valores se realice mediante vehículos de inversión colectiva y no de manera individual y directa por los inversionistas, especialmente cuando se trata de personas naturales en el mercado minorista (*retail*), a partir de lo cual los vehículos de inversión colectiva se constituyen en un instrumento importante para el desarrollo de dichos mercados.

1. CONCEPTOS Y TÉRMINOS BÁSICOS

A) *Vehículos de inversión colectiva*

Los términos “vehículo de inversión colectiva” (“VIC”), “cartera colectiva”, “institución de inversión colectiva”, “sociedad de inversión”, “fondo de inversión colectiva”, “fondo de inversión”, “fondo mutuo” y “fondo” se usan en este estudio para hacer referencia a los mecanismos de inversión colectiva regulados, autorizados y supervisados por el Estado, mediante los cuales los administradores captan recursos del público y los destinan a la realización de inversiones, por cuenta y riesgo de los inversionistas y para beneficio de estos, en activos subyacentes que pueden ser valores, otros instrumentos financieros, bienes inmuebles, proyectos inmobiliarios o de otra naturaleza, o capital de riesgo en nuevos emprendimientos empresariales, entre otros, según la política de inversión del fondo respectivo. Los VIC tienen distintas denominaciones legales en los países estudiados, que se reflejan en la tabla 1.

Tabla 1. Denominaciones legales de los vehículos de inversión colectiva

País	Denominaciones legales de los vehículos de inversión colectiva
Chile ⁵	- Fondos mutuos - Fondos de inversión - Fondos de inversión privados
Colombia ⁶	- Fondos de inversión colectiva (antes denominados “carteras colectivas”) - Fondos de capital privado
Estados Unidos ⁷	- <i>Investment companies</i> - <i>Mutual funds</i>
España ⁸	- Instituciones de inversión colectiva - Fondos de inversión - Sociedades de inversión de capital variable
México ⁹	- Fondos de inversión o sociedades de inversión
Perú ¹⁰	- Fondos mutuos de inversión en valores - Fondos de inversión

Fuente: elaboración propia del autor.

B) Entidades administradoras de VIC

Las entidades administradoras de VIC son personas jurídicas de naturaleza societaria —y en algunos casos excepcionales, de naturaleza cooperativa—, especializadas en la estructuración, la distribución y el manejo de fondos de inversión, organizadas por iniciativa privada y licenciadas por el Estado, conforme a las reglas aplicables en su jurisdicción de origen, que tienen a su cargo la responsabilidad de manejar profesionalmente los productos y servicios de inversión colectiva que ofrecen al público inversionista en los mercados atendidos.

En todas las jurisdicciones estudiadas, las entidades administradoras de VIC son entidades financieras o del mercado de valores y están sometidas a la supervisión del Estado, que es ejercida por intermedio de agencias gubernamentales especializadas¹¹.

⁵ Ley 20.712, arts. 1.º, lit. b, 28 y 29; DS 129 de 2014, art. 25.

⁶ Decreto 2555 de 2010, art. 3.1.1.2.1.

⁷ Investment Company Act, Sec. 3 (a)(1). Consultado en <http://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf> el 18 de enero de 2014.

⁸ Ley 35 de 2003 de Instituciones de inversión colectiva, art. 12.

⁹ Ley de Fondos de Inversión, art. 5.

¹⁰ Ley del Mercado de Valores de Perú. Dec-leg. 861, art. 259.

¹¹ Chile: Superintendencia de Valores y Seguros. Colombia: Superintendencia Financiera de Colombia. Estados Unidos de América: Securities and Exchange Commission.

La entidad administradora es la que se relaciona jurídicamente con los inversionistas, y responde ante ellos por el manejo de los fondos de inversión ofrecidos en el mercado.

Donde ello se permite o exige, las entidades administradoras pueden subcontratar ciertas actividades relacionadas con los fondos de inversión administrados, tales como la gestión del portafolio, la distribución de los fondos y la custodia de los activos de estos, pero mantienen en todo caso la administración general de los fondos.

Como contraprestación por sus servicios, las entidades administradoras de VIC cobran a los inversionistas comisiones de administración.

a) *Estados Unidos*. En Estados Unidos, los fondos de inversión (*investment companies* o *mutual funds*) son organizados y patrocinados por asesores de inversión (*investment advisers of investment companies*), definidos en la sección 2 (a) (20) de la Investment Company Act (ICA)¹² como:

- A. Cualquier persona distinta de un oficial *bona fide*, director, fiduciario, miembro de la junta asesora o empleado de una compañía, que en desarrollo de un contrato celebrado con una compañía de inversión presta a esta regularmente asesoría con respecto a la conveniencia de invertir en, comprar o vender valores u otras propiedades, o tiene poder para determinar qué valores o propiedades deben ser adquiridos o enajenados por dicha compañía de inversión; y
- B. Cualquier otra persona que en el marco de un contrato con una persona de las descritas en la cláusula A anterior desarrolla regularmente en forma sustancial los deberes contraídos por dicha persona descrita en la cláusula A (en favor de la compañía de inversión).

En los términos de la misma norma citada, no se consideran asesores de inversión de fondos mutuos o compañías de inversión las siguientes personas:

1. Personas cuya asesoría a la compañía de inversión se presta solamente por medio de publicaciones uniformes distribuidas a suscriptores de estas;
2. Personas que únicamente suministran a la compañía de inversión información estadística o fáctica, consejo en relación con factores

España: Comisión Nacional del Mercado de Valores. México: Comisión Nacional Bancaria y de Valores. Perú: Superintendencia del Mercado de Valores.

¹² Estados Unidos de América, USC, section 80a-2 (a) (20). Traducción libre del autor.

- o tendencias económicas, o consejo en relación con transacciones ocasionales sobre valores específicos, sin suministrar generalmente consejos o recomendaciones acerca de la compra o venta de valores;
3. Compañías que presten esos servicios en forma remunerada a una o más compañías de inversión, compañías de seguros u otras instituciones financieras;
 4. Personas cuyos servicios a la compañía de inversión son remunerados según tarifas definidas por una corte judicial; y
 5. Otras personas que la SEC determine que no están comprendidas en la definición de *investment adviser*. A este respecto, anotamos que la Investment Company Act de 1940, en su sección 202 (a) (11), consagra otra definición más general del término *investment adviser*, entendiendo por tal “toda persona que a cambio de una remuneración se dedica al negocio de asesorar a otros, ya sea directamente o a través de publicaciones o escritos, en cuanto al precio de los valores o la conveniencia de invertir en, comprar o vender valores, o quien a cambio de una remuneración y como parte de un negocio habitual, emite o promulga análisis o reportes relacionados con valores”, y precisa varias categorías de personas que no se consideran *investment advisers*¹³. Así, pues, en la legislación de valores estadounidense existen dos definiciones legales del término *investment adviser*, una general y otra específica para las *investment companies*.

Las relaciones entre el fondo mutuo o compañía de inversión y el asesor de inversión se rigen por un contrato de asesoría (*advisory*

¹³ Conforme a esta disposición, no se consideran “investment advisers”: (1) los bancos y las *bank holding companies*, salvo que directamente actúen como *investment adviser* para una *investment company* registrada; (2) los abogados, ingenieros y profesores cuya prestación de tales servicios esté relacionada con la práctica de su profesión; (3) los intermediarios cuya prestación de tales servicios esté relacionada con su negocio de intermediación y que no reciben remuneración por ellos; (4) los editores de periódicos, revistas, noticias o publicaciones financieras o de negocios y de circulación habitual; (5) las personas cuya asesoría, análisis o reportes se relacionan con valores emitidos o garantizados por entidades públicas de los Estados Unidos, o por corporaciones en las cuales dicho país tiene interés y que hayan sido designadas por el secretario del Tesoro, de conformidad con la sección 3(a)(12) de la Securities Exchange Act de 1934; (6) las organizaciones estadísticas y calificadoras nacionales reconocidas de conformidad con la definición establecida en la sección 202 de la Investment Advisers Act, que no se dediquen a emitir recomendaciones para terceros sobre la compra, venta o tenencia de valores, o a la administración de valores de terceros; (7) las “family offices”, según la definición de la Securities and Exchange Commission, y (8) las demás personas que determine la Securities and Exchange Commission.

contract), que tiene la naturaleza de un instrumento fiduciario en cuya virtud el asesor de inversión se obliga a prestar a la compañía de inversión servicios externos de asesoría y manejo del portafolio, como delegado de los tenedores de certificados emitidos por ella (*shareholders*). Sobre esa base, las compañías de inversión son administradas por entidades financieras (p. ej., bancos, *trust companies*), operadores del mercado de valores (p. ej., *brokers, investment bankers*) o firmas especializadas organizadas con el objeto de desarrollar las funciones propias de un *investment adviser*.

b) *Iberoamérica*. En España, la gestión y representación de las instituciones de inversión colectiva son ejercidas por sociedades gestoras, con el concurso del depositario.

Las legislaciones de los países latinoamericanos de la muestra también reservan el ejercicio de la actividad de administración de VIC a entidades financieras o del mercado de valores especializadas. La tabla 2 ilustra acerca de las denominaciones que las entidades administradoras de vehículos de inversión colectiva reciben en los países estudiados.

Tabla 2. Entidades administradoras de vehículos de inversión colectiva

País	Entidades administradoras
Chile ¹⁴	Administradoras generales de fondos
Colombia ¹⁵	Sociedades administradoras de fondos de inversión colectiva, función que puede ser desempeñada por (1) las sociedades fiduciarias, (2) las sociedades comisionistas de bolsa y (3) las sociedades administradoras de inversión.
Estados Unidos ¹⁶	<i>Investment advisers</i>
España ¹⁷	Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva
México ¹⁸	Sociedades operadoras de fondos de inversión
Perú ¹⁹	Sociedades administradoras de fondos mutuos de inversión en valores

Fuente: elaboración propia del autor.

¹⁴ Ley 20.712, art. 3.º.

¹⁵ Decreto 2555 de 2010, art. 3.1.1.1.1.

¹⁶ Investment Company Act, Sec. 3 (a)(1). Consultado en <http://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf> (18 de enero de 2012).

¹⁷ Ley 35 de 2003, de Instituciones de Inversión Colectiva, arts. 4-8 y 40. Tomado de <http://www.cnmv.es/index.htm> consultado el 25 de enero de 2012.

¹⁸ Ley de Fondos de Inversión, art. 8.

¹⁹ Ley del Mercado de Valores de Perú, Dec.-leg. 861, art. 238.

2. PRINCIPIOS INTERNACIONALES SOBRE REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DE ADMINISTRADORES DE VIC

Como en otros ámbitos del derecho del mercado de valores, la regulación y la supervisión de los VIC y sus administradores están fuertemente influidas por principios internacionales, que propenden a la estandarización de las normas en esta materia. En particular, destacamos aquí por su importancia los principios propuestos por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por la sigla en inglés [International Organization of Securities Commissions]) y los señalados en la normatividad comunitaria europea, de especial interés para el desarrollo de mercados de valores integrados.

A) *Principios de la IOSCO*²⁰

En 1993, el Comité Técnico de la IOSCO creó un grupo de trabajo con el mandato de identificar equivalencias en la regulación de esquemas de inversión colectiva en el ámbito internacional, a fin de eliminar barreras a la distribución transfronteriza y fortalecer la cooperación de los reguladores en relación con estos vehículos de inversión y sus operadores.

El año siguiente, el grupo de trabajo publicó un informe en el cual, a partir de la revisión de normas y prácticas internacionales, se ocupó de diversos asuntos relevantes para los esquemas de inversión colectiva que invierten primordialmente en valores e instrumentos del mercado monetario, y planteó un conjunto de principios básicos que los países miembros han de tener en cuenta para la regulación de tales vehículos²¹.

En particular, la IOSCO plantea principios y lineamientos de regulación para los siguientes aspectos, considerados medulares para la industria de VIC:

- Forma y estructura legal.
- Custodio.

²⁰ Sobre el origen y la actividad de la IOSCO, véase el capítulo I, sección II, del tomo I de la presente obra.

²¹ International Organization of Securities Commissions (IOSCO). *Principles for the regulation of collective investment schemes and explanatory memorandum October 1994* [en línea]. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD40.pdf> [consulta: 20 de mayo de 2016]. En este informe no se trata lo relativo a vehículos que invierten en bienes inmuebles, préstamos hipotecarios y otros activos de crédito, capital de riesgo o instrumentos derivados.

- Elegibilidad para actuar como operador.
- Delegación.
- Supervisión.
- Conflictos de interés.
- Valoración de activos y unidades.
- Límites de inversión y crédito.
- Derechos de los inversionistas.
- Mercadeo y revelación de información.

En 1997, el Comité Técnico de la IOSCO publicó otro documento sobre principios de supervisión de operadores de esquemas de inversión colectiva, en el cual, en conexión con los principios de regulación de elegibilidad para actuar como operador, y supervisión, a fin de salvaguardar los intereses de los inversionistas y la integridad de los mercados y de los operadores²², propuso los lineamientos para la supervisión en los siguientes frentes:

- Conducta de negocios.
- Transacciones con partes relacionadas.
- Valoración de los activos del vehículo de inversión colectiva.
- Custodia y segregación de inversiones.
- Inversiones.
- Comisiones y gastos.
- Control interno y cumplimiento.
- Revelación de información.
- Contabilidad y registros.
- Mantenimiento de la idoneidad del operador.

En junio de 2010 la IOSCO actualizó su documento de objetivos y principios de regulación de mercados de valores, ámbito en el cual se resaltan como objetivos centrales de la regulación (1) la protección de los inversionistas, (2) el aseguramiento de que los mercados sean justos, eficientes y transparentes, y (3) la reducción del riesgo

²² International Organization of Securities Commissions - IOSCO. *Principles for the supervision of operators of collective investment schemes*. Septiembre de 1997 [en línea]. Disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD69.pdf> [consulta: 25 de mayo de 2016].

sistémico, y se incluyen los siguientes principios relativos a esquemas de inversión colectiva²³:

- Principio 24: La regulación debe establecer estándares para la elegibilidad, gobierno, organización y conducta operacional de quienes pretendan mercadear u operar un esquema de inversión colectiva.
- Principio 25: La regulación debe incluir reglas sobre la forma y estructura legal de los esquemas de inversión colectiva y la segregación y protección de los activos de los clientes.
- Principio 26: La regulación debe exigir la revelación, de conformidad con los principios para emisores, necesarias para evaluar la idoneidad de un esquema de inversión colectiva para un inversionista particular y el valor del interés del inversionista en el esquema.
- Principio 27: La regulación debe asegurar que exista una base apropiada y revelada para la valoración de los activos y la asignación del precio de las unidades del esquema de inversión colectiva.
- Principio 28: La regulación debe asegurar que los “hedge funds” y sus administradores/gestores estén sujetos a una adecuada supervisión.

En febrero de 2012 la IOSCO publicó otro documento consultivo sobre principios de valoración de esquemas de inversión colectiva, que constituyen lineamientos para tener en cuenta en la evaluación de la calidad de la regulación y las prácticas de la industria en esta materia²⁴.

Los principios de la IOSCO son recomendaciones técnicas que constituyen una guía para el mejoramiento de la regulación y de los estándares de la industria en el ámbito local, pero no vinculan a los países miembros, y en su formulación se reconoce que no existe una forma única o mejor de implementarlos, sino que cada país, según su realidad particular, tiene libertad para definir la manera de introducirlos en su regulación doméstica y aplicarlos en la búsqueda de niveles comparables de protección al inversionista.

La adopción de los principios de la IOSCO y su desarrollo en el orden local facilitan la cooperación entre las autoridades reguladoras y de

²³ International Organization of Securities Commissions, *Objectives and Principles of Securities Regulation, 2010* [en línea]. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf> [consulta: 23 de mayo de 2016]., principios 24 al 28, p. 10.

²⁴ International Organization of Securities Commissions, *Principles for the Valuation of Collective Investment Schemes Consultation Report, 2012* [en línea]. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD370.pdf> [consulta: 20 de julio de 2016].

supervisión de distintos países y la supervisión de fondos de inversión que operan en mercados ubicados en distintas jurisdicciones. Y desde la perspectiva comercial, la homogenización de los principios y las reglas básicas aplicables a los fondos de inversión es un elemento que contribuye a atraer capitales provenientes de otras jurisdicciones, toda vez que les permite a los inversionistas extranjeros comprender y comparar más fácilmente los productos y servicios de inversión ofrecidos, reconociendo que no resulta razonable esperar una homogenización total pues en todo caso existen diferencias en el tratamiento regulador asociadas con las particularidades jurídicas e idiosincráticas propias de cada jurisdicción.

B) *Principios de la Unión Europea*

En el ámbito de la Unión Europea (UE) también se han adoptado lineamientos para la regulación de los vehículos de inversión colectiva y sus administradores por parte de los estados miembros, que fueron inicialmente recogidos en la Directiva 85/611/CEE del Consejo y sus modificaciones²⁵.

La normativa comunitaria vigente se encuentra en la Directiva 2009/65/CE, del 13 de julio de 2009 (conocida como UCITS [*undertakings for collective investment in transferrable securities*]), “por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM)”, cuyas normas se aplican a los fondos de inversión en valores mobiliarios establecidos en el territorio de los estados miembros²⁶, y se desarrollan en catorce capítulos, así:

- Capítulo I: Objeto, ámbito de aplicación y definiciones.
- Capítulo II: Autorización de OICVM.
- Capítulo III: Obligaciones relativas a las sociedades de gestión.

²⁵ La Directiva 85/611/CEE fue modificada por las siguientes disposiciones comunitarias: Directiva 88/220/CEE del Consejo; Directiva 95/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo; Directiva 2000/64/CE del Parlamento Europeo y del Consejo; Directiva 2001/107/CE del Parlamento Europeo y del Consejo; Directiva 2001/108/CE del Parlamento Europeo y del Consejo; Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo; Directiva 2005/1/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y Directiva 2008/18/CE del Parlamento Europeo y del Consejo.

²⁶ Directiva 2009/65/CE, artículo 84. El artículo 117 derogó la Directiva 85/611/CEE en su versión modificada. La versión más reciente data del año 2014: Directiva 2014/91/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, del 23 de julio de 2014, que modifica la

- Capítulo IV: Obligaciones del depositario.
- Capítulo V: Obligaciones relativas a las sociedades de inversión.
- Capítulo VI: Fusiones de OICVM.
- Capítulo VII: Obligaciones relativas a la política de inversión de los OICVM.
- Capítulo VIII: Estructuras principal-subordinado.
- Capítulo IX: Obligaciones relativas a la información que debe proporcionarse a los inversores.
- Capítulo X: Obligaciones generales del OICVM.
- Capítulo XI: Disposiciones especiales aplicables a los OICVM que comercialicen sus participaciones en estados miembros diferentes de aquellos en que estén establecidos.
- Capítulo XII: Disposiciones relativas a las autoridades encargadas de la autorización y la supervisión.
- Capítulo XIII: Comité europeo de valores.
- Capítulo XIV: Excepciones, disposiciones transitorias y finales.

A diferencia de lo que ocurre con los principios de la IOSCO, que son de carácter indicativo, la precitada directiva tiene carácter obligatorio para los estados miembros de la UE, y en ella se les otorgó plazo hasta el 30 de junio de 2011 para adoptar y publicar las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a los aspectos fundamentales de la directiva, normas estas cuya vigencia debía iniciar el 1.º de julio de 2011.

Los fondos de inversión constituidos en jurisdicciones de la UE y que cumplen con las reglas de la Directiva 2009/65/CE se pueden distribuir en cualquier país de la UE (“pasaporte UCITS”), tratamiento que ha facilitado el desarrollo de un mercado regional para estos productos de inversión colectiva.

En el año 2011 se expidió la Directiva 2011/61/UE, dirigida a los fondos no constituidos en países de la UE, en la cual se regula más a los gestores extranjeros (*alternative investment funds managers* o AIFM) que a los fondos como tales.

Directiva 2009/65/CE por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), en lo que se refiere a las funciones de depositario, las políticas de remuneración y las sanciones [en línea]. Disponible en <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0091&from=EN>.

3. FORMAS ASOCIATIVAS QUE PUEDEN ADOPTAR LAS ENTIDADES ADMINISTRADORAS DE VIC

Como regla general, los administradores de fondos de inversión deben organizarse como personas jurídicas, según las reglas propias de la jurisdicción de origen²⁷. En la mayoría de los países se exige la forma corporativa, bajo alguno de los tipos de sociedades reconocidas por el respectivo ordenamiento, que además se sujetan a las reglas especiales aplicables en razón de la actividad a desarrollar.

Las formas asociativas permitidas en los países de la muestra se indican en la tabla 3.

Tabla 3. Formas asociativas de los administradores de vehículos de inversión colectiva

País	Formas asociativas permitidas
Chile ²⁸	Sociedades anónimas
Colombia ²⁹	- Sociedades anónimas mercantiles - Entidades cooperativas, solo en el caso de las sociedades fiduciarias
Estados Unidos ³⁰	- <i>Limited liability company</i> - <i>Limited liability partnership</i> - <i>Corporation</i>
España ³¹	Sociedades anónimas
México ³²	Sociedades anónimas
Perú ³³	Sociedades anónimas

Fuente: elaboración propia del autor.

²⁷ La legislación de los Estados Unidos admite la posibilidad de *investment advisers* que sean personas naturales, p. ej., asesores financieros o abogados que se dediquen a prestar a un fondo mutuo o compañía de inversión servicios de asesoría de inversiones en valores, dentro del alcance de la definición legal del término *investment adviser*, quienes en consecuencia deben registrarse como tales.

²⁸ Ley 20.712, art. 3.º.

²⁹ Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, art. 53, num. 1.

³⁰ Investment Company Act, Sec. 3.

³¹ Ley 35 de 2003, de Instituciones de Inversión Colectiva, artículos 40 y 43-1-a.

³² Ley de Fondos de Inversión, art. 8.

³³ Fuente: Ley del Mercado de Valores de Perú. Dec.-leg. 861, art. 238.

4. ACTIVIDADES PROPIAS DE LA INDUSTRIA DE INVERSIÓN COLECTIVA

Las entidades que conforman la industria de inversión colectiva cumplen varias actividades específicas, a saber: administración general de los vehículos de inversión colectiva, distribución de los fondos, gestión de portafolios, custodia de los activos de los VIC, auditoría y cumplimiento de las normas aplicables³⁴.

El estadio actual de la regulación en los países de la muestra refleja la adopción de esquemas de arquitectura abierta, en los cuales se permite a las entidades administradoras subcontratar las actividades de distribución y gestión, así como la custodia de los activos³⁵, como medio para procurar una mayor especialización en su desarrollo, en beneficio de los inversionistas y del mercado en general, pero en todo caso la entidad administradora mantiene la función y responsabilidad de administración general de los fondos ofrecidos³⁶.

Los principios de la IOSCO distinguen entre el “administrador” y el “operador” del VIC. El “administrador” se define como “una persona, que puede o no ser el operador, que lleva a cabo en todo o en parte la administración general de un esquema de inversión colectiva”, y se define al “operador” como “la entidad legal que tiene responsabilidad por el manejo y desempeño de las funciones del esquema de inversión colectiva, que pueden incluir asesoría de inversión y servicios operacionales”³⁷.

La administración general del fondo de inversión incluye, entre otras, las funciones de vinculación de los inversionistas, recepción de los aportes, contabilidad, valoración de los activos y las participaciones,

³⁴ Mark St Giles y Sally Buxton. *Managing Collective Investment Funds*, Somerton, Cadogan Financial, 2013, p. 15.

³⁵ En Colombia, antes de la entrada en vigencia de los decretos 1242 y 1243 de 2013, todas las actividades mencionadas eran realizadas por la sociedad administradora.

³⁶ En México, donde los fondos de inversión tienen la naturaleza de sociedades, la Ley de Fondos de Inversión, artículo 32, establece que estas, para el cumplimiento de su objeto, deben contratar los siguientes servicios: administración de activos de fondos de inversión; distribución de acciones de fondos de inversión; valuación de acciones de fondos de inversión; calificación de fondos de inversión; proveeduría de precios de activos objeto de inversión; depósito y custodia de activos objeto de inversión; contabilidad de fondos de inversión; administrativos para fondos de inversión, y los demás que autorice la Comisión mediante disposiciones de carácter general.

³⁷ [En línea]. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD40.pdf> [consulta: 20 de mayo de 2016], glosario de términos, p. 2.

unidades o acciones, suministro de información, atención de peticiones, quejas y reclamos de los inversionistas, redención o rescate de unidades o participaciones, y gestión de los riesgos inherentes a la administración general.

La distribución comprende la promoción de los fondos de inversión, incluyendo su publicidad, la búsqueda de y el contacto con posibles inversionistas y el asesoramiento a estos, el apoyo a los potenciales inversionistas interesados para su vinculación con el fondo escogido —o a los inversionistas ya vinculados para la renovación de las inversiones efectuadas— y la gestión de los riesgos inherentes a la distribución.

La gestión de portafolio del VIC comprende la definición de la estrategia de inversión, la toma de las decisiones de inversión y desinversión, conforme a la política de inversión definida para el fondo, la valoración de los activos y las unidades o participaciones (cuando tal actividad no es desarrollada por el administrador), y la gestión de los riesgos correspondientes a la gestión de portafolio.

La administración general, la distribución y la gestión de portafolio pueden ser realizadas por un mismo sujeto, en cuyo caso este tendrá la calidad de entidad administradora, distribuidora y gestora. Sin perjuicio de ello, las actividades de promoción y gestión de portafolio pueden subcontratarse (en inglés, *outsourcing*), siempre que lo permita la regulación, para que las realicen terceros distribuidores o gestores de portafolio que actúa(n) por delegación contractual del administrador³⁸. La manera como han de desarrollarse las precitadas actividades, esto es, directamente por la entidad administradora, o por terceros subcontratistas, depende en cada caso de una decisión estratégica y de negocio de las entidades administradoras.

Por otra parte, la actividad de custodia en principio dice relación con la salvaguarda y el manejo de los activos de los VIC, en el marco del principio de segregación y protección de tales activos para beneficio de los inversionistas, como medida de precaución frente a eventuales fraudes que pueden afectarlos; sin embargo, en algunas jurisdicciones las funciones del custodio van más allá y se extienden a otros ámbitos como la supervisión de cumplimiento de las reglas aplicables a

³⁸ En Colombia los administradores de fondos de inversión colectiva pueden subcontratar la gestión de portafolio con entidades nacionales o internacionales autorizadas para el efecto, en los términos autorizados por la regulación; cfr. artículo 3.1.3.1.1 del Decreto 2555 de 2010.

los VIC. Así mismo, en varias jurisdicciones es mandatorio subcontratar la custodia de los valores de los fondos.

En Chile, la administradora debe encargar directamente a una empresa de depósito de valores regulada por la ley n.º 18.876, el depósito de aquellos instrumentos que sean susceptibles de ser custodiados por ésta³⁹.

En Colombia, las sociedades administradoras de fondos de inversión colectiva deben contratar la custodia de los valores de los fondos con custodios de valores especializados (sociedades fiduciarias especialmente habilitadas para esta actividad), y estos deben prestar como servicios obligatorios los de salvaguarda de los valores, compensación y liquidación de operaciones, y administración de derechos patrimoniales, y les corresponde verificar el cumplimiento de las normas del reglamento, así como de los límites, restricciones y prohibiciones legales aplicables a las operaciones del fondo de inversión colectiva que versen sobre los valores custodiados, sin perjuicio del cumplimiento de las operaciones encomendadas a su cargo⁴⁰. Los custodios pueden también prestar otros servicios complementarios, como administración de derechos políticos, valoración, transferencia temporal de valores, y cumplimiento de obligaciones fiscales y cambiarias.

En México, las sociedades operadoras de fondos de inversión pueden prestar a los fondos que administran servicios de custodia de activos distintos de valores⁴¹, y los fondos de inversión deben contratar el servicio de administración y custodia de valores con entidades financieras, nacionales o extranjeras, que brinden estos servicios conforme a la legislación que les resulte aplicable, y revelar al público inversionista la identidad de las entidades financieras que les presten este servicio⁴².

En Perú, las entidades administradoras de fondos mutuos de inversión en valores deben entregar los valores de los fondos en custodia a

³⁹ Ley 20.712, artículo 53.

⁴⁰ Decreto 2555 de 2010, arts. 3.1.3.1.1, inciso segundo; 3.1.3.1.3, numeral 2; 3.3.7.4.1, y 2.37.1.1.1 y ss. Mediante el Decreto 1243 de 2013 se reglamentó la actividad de custodia de valores, con incidencia sobre los fondos de inversión colectiva y sus administradores, en la medida en que se estableció como obligación a cargo de estos la de entregar los valores de los fondos administrados en custodia a custodios especializados. Las normas del Decreto 1243 de 2013 fueron incorporadas al Decreto 2555 de 2010, mediante la adición del libro 37 de la parte 2, según el Decreto 1498 de 2013.

⁴¹ Ley de Fondos de Inversión, artículo 39 Bis, fracción III.

⁴² *Ibidem*, artículo 51.

custodios especializados, calidad que es desempeñada por empresas bancarias autorizadas por la Superintendencia del Mercado de Valores para operar como tales⁴³.

Junto con la posibilidad de la subcontratación y delegación de las actividades de distribución, gestión de portafolio y custodia, el regulador debe adoptar reglas que aseguren el cumplimiento de las normas prudenciales aplicables y el mantenimiento de los estándares de protección a los inversionistas —en especial a los inversionistas no profesionales—, para lo cual los principios de elegibilidad y conducta aplicables a la entidad delegante se hacen extensivos *mutatis mutandi* a la entidad delegada, que debe ser experta en la prestación de los servicios que ofrece.

La delegación de dichas funciones se lleva cabo mediante una relación de naturaleza contractual entre la entidad administradora del fondo de inversión (delegante) y la entidad contratista (delegada), sobre la base de un contrato que en Colombia se caracteriza por ser mercantil, innominado y atípico, consensual, principal, bilateral, oneroso, de ejecución sucesiva, e *intuitu personae*, cuyo objeto consiste en la prestación del servicio especializado respectivo (gestión de portafolio, distribución de fondos, o custodia de activos del fondo), con sujeción a las reglas aplicables a este, teniendo como contraprestación económica el pago de la remuneración pactada a favor de la entidad contratista.

La entidad delegante debe velar por que los términos de la relación contractual con el delegado no sean ambiguos; asumir responsabilidad por las acciones y omisiones de su delegado, como si fueran propias; adoptar políticas y procedimientos de monitoreo constante del comportamiento del delegado, y asegurarse de que éste sea y se mantenga apto para desempeñar la función delegada, lo cual incluye contar con información suficiente y actualizada sobre los procedimientos empleados por el delegado en el desempeño de la función⁴⁴.

Por su parte, la entidad delegada debe ser idónea para desempeñar la función que se le delega, y ejercerla profesionalmente en los términos contratados y con observancia de las reglas y los estándares aplicables a ella y a la actividad del delegado, y ha de procurar la coordinación a que haya lugar con la entidad contratante. En todo caso, la delegación

⁴³ Resolución Conasev n.º 068-2010-EF/94.01.1, arts. 2.º, literal d, 37 y 52.

⁴⁴ International Organization of Securities Commissions - IOSCO. *Principles for the regulation of collective investment schemes and explanatory memorandum*, octubre de 1994, principio 4 sobre delegación, p. 7.

deberá recaer sobre quien acredite la integridad, el conocimiento, la experiencia y los recursos necesarios para desempeñar las funciones delegadas como experto prudente y diligente en el respectivo campo de actividad.

En lo tocante con los límites de la delegación, la norma comunitaria europea con buen sentido señala que la entidad delegante (sociedad de gestión) no puede delegar sus funciones “hasta el extremo de convertirse en una entidad vacía”⁴⁵, lo cual supone que en todo caso la entidad delegante debe mantener y ejercer directamente un mínimo de funciones, típicamente las de administración general de los fondos de inversión.

La regulación chilena establece a este respecto que la responsabilidad por la función de administración es indelegable, sin perjuicio de que las administradoras puedan conferir poderes especiales o celebrar contratos por servicios externos para la ejecución de determinados actos, negocios o actividades necesarias para el cumplimiento del giro⁴⁶.

En Colombia la normatividad precisa que la contratación de un gestor externo no exime a la entidad administradora de su responsabilidad frente a los inversionistas⁴⁷.

El legislador mexicano precisa que la contratación de comisiones para realizar los servicios de administración de activos de los fondos de inversión no exime a las sociedades operadoras de fondos de inversión, ni a sus directivos, funcionarios, empleados, apoderados y demás personas que ocupen un empleo, cargo o comisión en la sociedad operadora de fondos de inversión, de la obligación de observar lo establecido en el ordenamiento legal y en las disposiciones de carácter general que emanen de este⁴⁸.

En suma, la posibilidad de subcontratación y delegación de funciones facilita el logro de mayores niveles de especialización, calidad, eficiencia y economías de escala en las distintas actividades específicas propias de la industria de fondos de inversión, así como la prevención de ciertos conflictos de interés dentro de las entidades administradoras, sobre la base del aprovechamiento del conocimiento especializado (*know how*) de los administradores, distribuidores, gestores de portafolio,

⁴⁵ Directiva 2009/65/CE, artículo 13, apartado 2.

⁴⁶ Ley 20.712, artículo 15.

⁴⁷ Colombia: Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.3.2.1.

⁴⁸ Ley de Fondos de Inversión, artículo 56 Bis 1.

custodios y otros posibles subcontratistas, y de la no exoneración de responsabilidad de la entidad delegante, sin perjuicio de lo cual los reguladores y supervisores deben prevenir que agentes no idóneos realicen dichas actividades, y procurar que el empleo de delegados no disminuya la efectividad de la regulación y supervisión de los fondos⁴⁹.

En el marco de la globalización e integración de los mercados de valores, las entidades delegadas para desempeñar funciones relativas a los fondos de inversión pueden ser locales o extranjeras. En el primer caso, las autoridades nacionales deben asignar las responsabilidades de cumplimiento de la regulación y definir los niveles de supervisión, aplicables a las entidades delegantes y delegadas ubicadas en una misma jurisdicción. En el segundo caso, surge el reto de coordinación reguladora y de supervisión entre las autoridades del país de origen del fondo de inversión y las autoridades del país de origen del delegado extranjero, asunto respecto del cual la normatividad comunitaria europea provee orientación al señalar que si el mandato de gestión de inversiones se otorga a una empresa de un tercer país, deberá garantizarse la cooperación entre las autoridades supervisoras correspondientes⁵⁰. Este reto es particularmente relevante en el caso de las jurisdicciones latinoamericanas, de cara al ofrecimiento transfronterizo de fondos de inversión y servicios vinculados con estos, y el desarrollo de mercados regionales integrados de VIC en el marco de iniciativas multilaterales como el Mercado Integrado Latinoamericano y la Alianza del Pacífico.

Al respecto se observa que en Chile se ha desarrollado un enfoque de exención de registro de valores extranjeros, sobre la base del reconocimiento unilateral de otras jurisdicciones, imponiéndole al distribuidor la carga de informar al inversionista las diferencias existentes en materia de supervisión entre Chile y el país de origen de los valores extranjeros.

En tal sentido, la Superintendencia de Valores y Seguros emitió la Norma de Carácter General 352 del 21 de octubre de 2013, mediante

⁴⁹ La normatividad comunitaria europea dispone que la delegación de la gestión de inversiones solo podrá otorgarse a empresas que estén autorizadas para gestionar activos o que hayan sido registradas con dicha finalidad y que estén sujetas a supervisión prudencial, y que el mandato no impide a quienes dirigen la sociedad de gestión dar, en cualquier momento, instrucciones adicionales al delegado ni revocar el mandato, con efecto inmediato, cuando sea en interés de los inversionistas. Cfr. Directiva 2009/65/CE, artículo 13, apartado 1, literales *c* y *g*.

⁵⁰ Directiva 2009/65/CE, artículo 13, apartado 1, literales *c*, *d* y *g*.

la cual estableció los requisitos que se deben cumplir para hacer oferta pública en Chile de valores extranjeros, a saber: (a) que tales valores se encuentren inscritos en el Registro de Valores Extranjeros, o (b) que la inscripción de los valores haya sido exceptuada por la Superintendencia, al amparo de convenios de colaboración suscritos con reguladores de mercados extranjeros con el objeto de contar con información veraz, suficiente y oportuna sobre los valores extranjeros y sus emisores.

Y para efectos de la exención de inscripción de los valores extranjeros, se dispuso que la información sobre cada convenio de colaboración celebrado por la Superintendencia con un regulador extranjero junto con la información de los valores que pueden ser objeto de oferta pública en esa jurisdicción serán puestas a disposición del público a través de un vínculo especialmente establecido para ello en el sitio de internet de la Superintendencia, y que es condición para la celebración de ese convenio que los valores objeto de este puedan ser ofrecidos públicamente en el mercado de origen del emisor o donde estos sean transados, y que el regulador de dicho mercado difunda toda la información pública respecto de los emisores de valores sujetos a su fiscalización en su sitio de internet, tan pronto como dicha información haya sido recibida por el regulador extranjero.

También se estableció que la oferta pública de valores extranjeros solo puede ser dirigida al público en general cuando trate sobre valores, emisores y mercados que cumplan las siguientes condiciones, de lo contrario la oferta solo podrá ser dirigida a inversionistas calificados: (1) que el emisor de los valores se encuentre sujeto a la supervisión del regulador del mercado de valores o bancario del mercado de origen o del mercado en que se transen esos valores; (2) que el regulador del mercado de valores de origen o del mercado en que se transen esos valores sea miembro de la IOSCO; (3) que la información proporcionada por el emisor de los valores extranjeros al regulador de su mercado de origen o donde se transen esos valores se encuentre en idiomas español o inglés; (4) que los valores puedan ser objeto de oferta pública en los países señalados en el documento electrónico denominado “Mercados Reconocidos”, mantenido a disposición del público en el sitio de internet de la Superintendencia; (5) que mientras los valores permanezcan inscritos en Chile se mantengan vigentes las condiciones que, conforme a la legislación del mercado de origen del emisor o donde esos valores sean transados, permiten que tales valores sean objeto de oferta pública en esos mercados; y (6) que los estados financieros anuales del emisor de los valores se encuentren auditados.

Por una línea similar, en Colombia se expidió el Decreto 1756 de 2017, mediante el cual se adicionó el libro 6 a la parte 3 del Decreto 2555 de 2010, artículos 3.6.1.1.1 y siguientes⁵¹, donde se regulan los fondos de inversión del exterior, en los términos que seguidamente se reseñan.

Se consideran fondos de inversión del exterior los vehículos de inversión colectiva, cualquiera sea su estructura legal y denominación, que operan en jurisdicciones distintas de Colombia, que hayan recibido autorización previa y expresa por parte de una autoridad de supervisión, bajo el régimen legal aplicable en la respectiva jurisdicción, siempre y cuando la autoridad extranjera tenga suscrito un acuerdo de intercambio de información y protocolos de supervisión con la Superintendencia Financiera de Colombia, conforme a las normas aplicables en esta materia⁵², y ejerza supervisión sobre el administrador de los fondos del exterior.

Los fondos de inversión del exterior deben cumplir los siguientes requisitos especiales: (1) contar con estándares de segregación patrimonial, en cuya virtud los activos administrados constituyan un patrimonio independiente y separado del patrimonio propio de la entidad administradora y de los patrimonios de otros fondos de inversión administrados; (2) contar con estándares de suministro de información periódica a los inversionistas, que comprendan como mínimo los objetivos y la política de inversión, el perfil de riesgo y retorno, incluyendo la descripción de los riesgos, los costos, el desempeño histórico y los datos de contacto de la entidad administradora; (3) tener un custodio profesional sujeto a supervisión por la autoridad respectiva, que sea independiente del administrador y realice al menos la función de salvaguarda de los activos custodiados, con estándares de separación patrimonial similares a los antes mencionados; y (4) no realizar operaciones apalancadas.

En la medida en que se cumplan los requisitos referidos en precedencia, los inversionistas colombianos pueden invertir en esos fondos de inversión del exterior, sean inversionistas profesionales o clientes inversionistas.

⁵¹ Estas normas fueron desarrolladas por la Superintendencia Financiera de Colombia mediante las instrucciones impartidas en la Circular Externa 15 de 2018, incorporada en la Circular Básica Jurídica, parte III, título VI, capítulo V, numeral 6.

⁵² Decreto 2555 de 2010, artículo 2.23.2.1.1, párrafo 1.

La distribución de fondos de inversión del exterior en Colombia solo puede hacerse a través del distribuidor especializado de fondos de inversión colectiva, previo acuerdo para el efecto con el administrador del fondo extranjero; el distribuidor especializado, en desarrollo del deber de asesoría especializada, le debe informar a los inversionistas que la supervisión de los fondos de inversión del exterior promovidos se realiza por parte de la autoridad de supervisión de la jurisdicción de origen.

5. REQUISITOS DE CREACIÓN Y AUTORIZACIÓN DE LOS ADMINISTRADORES DE VIC

Los principios de la IOSCO indican los requisitos exigibles a los operadores de fondos de inversión, resaltando que deben ser previamente autorizados para desempeñar esa actividad. En los países estudiados, la autorización implica la necesidad de obtener una licencia estatal previo adelantamiento del procedimiento reglado establecido ante una autoridad competente, con el lleno de los requisitos exigidos en la normatividad. A continuación hacemos referencia a los principales requisitos comúnmente exigidos.

A) Capital mínimo y patrimonio adecuado

Los principios de la IOSCO indican que los operadores de vehículos de inversión colectiva deben mantener un capital adecuado para atender los compromisos de su negocio, así como para enfrentar los riesgos inherentes este.

El principio de capital adecuado se aplica generalmente de manera transversal a las entidades financieras y del mercado de valores, y se traduce en la exigencia legal de un nivel mínimo de capital que los socios de la entidad administradora deben aportar antes de que la empresa inicie sus actividades en el mercado, y que ha de mantenerse durante su vida; en algunas jurisdicciones se exige además un nivel mínimo de patrimonio adecuado.

La Directiva 2009/65/CE exige a las sociedades de gestión un capital inicial de al menos 125.000 euros, que debe ser mantenido en todo tiempo, y cuando el valor de las carteras exceda de 250 millones de euros la sociedad de gestión debe aportar fondos propios adicionales equivalentes al 0,02 % del importe en que el valor de las carteras de la sociedad de gestión exceda de 250 millones de euros; no obstante, se

establece un tope conforme al cual la suma exigible del capital inicial y de la cantidad adicional no debe sobrepasar los diez millones de euros⁵³.

En la tabla 4 se resumen los requerimientos de capital mínimo y patrimonio adecuado para entidades administradoras de VIC en los países considerados, año 2018.

Tabla 4. Capitales mínimos y patrimonios adecuados para entidades administradoras de vehículos de inversión colectiva, año 2018

País	Capital mínimo	Patrimonio adecuado
Chile ⁵⁴	Valor en pesos chilenos equivalente a 10.000 unidades de fomento (aproximadamente USD 403.617)	N. A.
Colombia ⁵⁵	Sociedades Fiduciarias: COP 7.124.000.000 (aproximadamente USD 2.374.666) Sociedades comisionistas de bolsa: COP 1.498.000.000 (aproximadamente USD 499.333) SAI: COP 2.775.000.000 (aproximadamente USD 925.00)	Las entidades administradoras deben cumplir con la relación de solvencia, definida como el valor del patrimonio técnico calculado con aplicación de las reglas señaladas para el efecto, cuyo mínimo se fijó en el nueve por ciento ⁵⁶ .
Estados Unidos ⁵⁷	N. A.	El patrimonio mínimo (<i>minimum net worth</i>) requerido es de USD 35.000

Continúa

⁵³ Directiva 2009/65/CE, artículo 7, apartado 1, literal *a*, y artículo 10, apartado 1, segundo párrafo. Las jurisdicciones latinoamericanas exigen capitales mínimos mas no topes de capital.

⁵⁴ Ley 20.712, art. 4, literal c. La Unidad de Fomento (UF) es una unidad de cuenta reajutable conforme a la inflación, usada en Chile. Al 21 de octubre de 2018, una UF equivalía a 27.405,61 pesos chilenos, y un dólar de los Estados Unidos de América equivalía a 679 pesos chilenos. Cfr. <http://valoruf.cl/>, y <https://www.valor-dolar.cl>, respectivamente, consultados el 21 de octubre de 2018.

⁵⁵ Consultado en <http://www.superfinanciera.gov.co/> el 15 de octubre de 2018. Para los cálculos en dólares se tomó como base una tasa de cambio de COP 3000 por USD 1.

⁵⁶ Decreto 415 de 2018.

⁵⁷ NASAA Minimum Financial Requirements For Investment Advisers Model Rule 202(d)-1. Consultado en (<http://www.nasaa.org/wp-content/uploads/2011/07/IA-Model-Rule-Minimum-Financial-Requirements.pdf>) el 21 de octubre julio de 2018.

España ⁵⁸	La Directiva 2009/65/CE exige a las sociedades de gestión un capital inicial de al menos 125.000 euros, que debe ser mantenido en todo tiempo, y cuando el valor de las carteras exceda de 250 millones de euros la sociedad de gestión debe aportar fondos propios adicionales equivalentes al 0,02 % del importe en que el valor de las carteras de la sociedad de gestión exceda de 250 millones de euros; no obstante, se establece un tope conforme al cual la suma exigible del capital inicial y de la cantidad adicional no debe sobrepasar los diez millones de euros.	
México ⁵⁹	Para las sociedades operadoras de fondos de renta variable y en instrumentos de deuda, el equivalente en moneda nacional (pesos mexicanos) a 2.400.000 UDIS (aproximadamente USD 762.618). Sin embargo, las sociedades operadoras de fondos de inversión pertenecientes a un grupo financiero, deben contar con un capital mínimo pagado en efectivo, no inferior a lo siguiente: (1) sociedades operadoras de fondos de inversión de renta variable y en instrumentos de deuda: el equivalente en moneda nacional (pesos mexicanos) a 200.000 UDIS, y (2) sociedades operadoras que presten servicios exclusivamente a fondos de inversión de capitales: el equivalente en moneda nacional (pesos mexicanos) a 30.000 UDIS	N. A.

Continúa

⁵⁸ Directiva 2009/65/CE.

⁵⁹ Disposiciones de carácter general aplicables a las sociedades de inversión y a las personas que les prestan servicios, artículos 28 y 29. El artículo 30 *ibidem* establece que el cálculo de la equivalencia en moneda nacional de las UDIS se realizará tomando en cuenta el valor en pesos de la UDI, al día último del mes, considerando para ello el valor en pesos de la UDI. Las UDIS o unidades de inversión son unidades de valor que se basan en el incremento de los precios. El Banco de México publica en el *Diario Oficial*

Perú ⁶⁰	S/. 750.000 (nuevos soles; aproximadamente USD 225.280)	El patrimonio neto de la sociedad administradora no podrá ser inferior a 0,75% de la suma de los patrimonios de los fondos mutuos y fondos de inversión bajo su administración. El Conasev, mediante normas de carácter general, puede establecer un límite máximo al patrimonio mínimo exigible a las sociedades administradores en función a las características de los fondos administrados y a la situación del mercado.

Fuente: elaboración propia del autor.

La disparidad observada en los montos de los requerimientos de capital mínimo y de patrimonio técnico pone en evidencia la ausencia de estándares técnicos homogéneos en esta materia, como los que existen para las instituciones financieras de depósito. En el caso colombiano, dado que se permite que la calidad de entidad administradora de VIC puedan tenerla diferentes clases de entidades (sociedades fiduciarias, sociedades comisionista de bolsa y sociedades administradoras de inversión), la exigencia de distintos niveles de capital mínimo se explica a partir de las asimetrías existentes en la normatividad propia de cada tipo de entidad según las actividades que pueda realizar conforme a su objeto reglado.

En Colombia, mediante el Decreto 415 de 2018 se modificó el Decreto 2555 de 2010, sustituyendo el título 3 del libro 5 de la parte 2, artículos 2.5.3.1.1 y siguientes, y modificando, entre otros, los artículos 2.9.1.1.2, 2.9.1.1.10, 2.9.1.1.11, 2.9.1.1.13, y 2.20.1.1.9, con nuevas normas sobre el patrimonio adecuado de varias clases de instituciones vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, entre ellas las entidades administradoras de fondos de inversión colectiva, y los

de la Federación el valor, en moneda nacional, de la unidad de inversión, para cada día del mes. Al 21 de octubre de 2018, una UDI equivalía a MXN 6.120722, y un dólar de los Estados Unidos de América equivalía a 19.26222 MXN. Cfr. <https://www.indicador.esmexico.com/udi-valor-unidades-de-inversion-hoy.html>, y <https://themoneyconverter.com/ES/USD/MXN.aspx>, respectivamente, consultados el 21 de octubre de 2018.

⁶⁰ Ley del Mercado de Valores de Perú. Decreto Legislativo 861, artículo 260. Al 21 de octubre de 2018, un dólar de los Estados Unidos de América equivalía a S/. 3,32919, cfr. <https://themoneyconverter.com/ES/usd/PEN.aspx>, consultado el 21 de octubre de 2018.

custodios de valores, reforzando así la regulación sobre gestión del riesgo operacional de dichas entidades.

A partir de la vigencia de las precitadas normas⁶¹, se exige a las sociedades fiduciarias, sociedades comisionistas de bolsa y sociedades administradoras de inversión mantener niveles adecuados de patrimonio, para lo cual deben cumplir con la relación de solvencia, definida como el valor del patrimonio técnico calculado con aplicación de las reglas señaladas para el efecto, cuyo mínimo se fijó en el nueve por ciento.

En perspectiva, a nuestro modo de ver, el nivel del capital mínimo y del patrimonio adecuado debe fijarse en cada jurisdicción de modo tal que le permita a la entidad administradora de fondos de inversión establecer y mantener la infraestructura administrativa, tecnológica y de recursos humanos, necesaria para desempeñar adecuadamente su actividad empresarial y gestionar los riesgos inherentes al negocio, de conformidad con las reglas prudenciales aplicables en la jurisdicción de referencia.

Cabe resaltar que el nivel de exigencia de las normas varía de un país a otro, y que en la práctica el negocio de administración de fondos de inversión se basa más en el conocimiento, la experiencia y el profesionalismo del administrador —y en su caso de los terceros delegados para realizar las actividades susceptibles de tercerización— que en el capital de la empresa y su patrimonio adecuado, si bien este representa en todo caso un respaldo para los inversionistas que se vinculan a los fondos ofrecidos por la entidad. En consecuencia, un requerimiento muy elevado de capital mínimo o de patrimonio adecuado no garantiza *per se* la calidad del administrador, y puede incluso resultar inconveniente si desincentiva el ingreso de administradores idóneos al mercado.

B) *Idoneidad de accionistas y administradores*

Mediante los VIC los administradores captan y manejan recursos de los inversionistas, quienes los confían a aquéllos sobre la base de que los manejarán en forma profesional, honesta y responsable. Un manejo

⁶¹ En el artículo 8.º del Decreto 415 de 2018 se estableció un régimen de transición para las sociedades fiduciarias, las sociedades comisionistas de bolsa y las sociedades administradoras de inversión, entre otras, conforme al cual disponen de un término de nueve meses contado a partir de la fecha de publicación de ese decreto (2 de marzo de 2018), para ajustarse a las nuevas disposiciones, con la posibilidad de que ese término sea ampliado hasta por seis meses adicionales, por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia, previa solicitud motivada de la respectiva entidad vigilada.

tal es indispensable para asegurar la confianza del público inversionista en la industria de inversión colectiva.

A este respecto, los principios de la IOSCO señalan que el operador debe observar altos estándares de integridad y actuar en el mejor interés del VIC, así como mantener altos estándares de conducta en el mercado.

Para lograr estos propósitos, el manejo de VIC, que es de interés público, solo debe ser autorizado a entidades cuyos accionistas (beneficiarios reales) y administradores sean personas de reconocidas integridad y experiencia, y a ello debe apuntar la regulación y la actividad estatal de autorización.

En España, quienes ostenten cargos de administración o dirección en la sociedad gestora deben contar con los requisitos de honorabilidad establecidos en la ley, y la mayoría de los miembros del consejo de administración o de sus comisiones ejecutivas así como todos los consejeros delegados y directores generales y asimilados deben acreditar requisitos de experiencia, atendiendo al carácter de las instituciones de inversión colectiva que la sociedad de gestión pretenda gestionar⁶².

En Chile, los directores y gerentes de la administradora, así como los trabajadores que realicen funciones de relevancia en la comercialización de las cuotas de fondos, en el proceso de elección o toma de decisiones de inversión para fondos, en la realización de operaciones de fondos y gestión de riesgos en la administradora, deben cumplir los requisitos de idoneidad y conocimientos que determine la Superintendencia de Valores y Seguros mediante norma de carácter general⁶³.

En Colombia se exige que a la solicitud de autorización para crear una institución financiera o del mercado de valores, o para adquirir el 10% o más de su capital, se adjunte, entre otros elementos, la hoja de vida de las personas que pretendan asociarse y de las que actuarán como administradores, junto con la información que permita establecer su carácter, responsabilidad, idoneidad y situación financiera patrimonial, con precisión de la fuente de los recursos que cada asociado empleará para el pago de la respectiva participación de capital en la nueva entidad. En todos los casos, la Superintendencia Financiera de Colombia puede exigir la información adicional que estime pertinente respecto de los beneficiarios del capital social de la entidad que se va a

⁶² Ley 35 de 2003, de Instituciones de Inversión Colectiva, artículo 43-1-h.

⁶³ Ley 20.712, artículo 8.º.

constituir, al igual que de sus administradores, tanto durante el trámite de constitución como posteriormente⁶⁴.

El Superintendente Financiero de Colombia puede negar la autorización cuando razonablemente considere que las personas que pretenden ser propietarios o administradores de la nueva entidad no cuentan con el carácter, responsabilidad, idoneidad o solvencia patrimonial necesarios, y debe negarla cuando de por medio se encuentren personas que hayan sido condenadas por delitos contra el patrimonio económico —v. gr., hurto, estafa, abuso de confianza—, por delitos de narcotráfico y conexos y por los llamados “delitos financieros” previstos en el artículo 208 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero —utilización indebida de fondos, operaciones no autorizadas con accionistas, captación masiva y habitual—, o que hayan sido sancionadas por violación de las normas que regulan los cupos individuales de crédito y cuando dichas personas sean responsables o hayan sido del mal manejo de los negocios de la institución cuya administración les haya sido confiada⁶⁵.

C) Requerimientos de infraestructura y garantías

Las entidades administradoras de VIC deben contar desde un comienzo con la infraestructura administrativa, tecnológica y de recursos humanos necesaria para desempeñar adecuadamente su actividad empresarial y realizar la adecuada gestión de los riesgos inherentes al negocio de conformidad con las reglas aplicables.

Para asegurar el cumplimiento de este requisito, en Chile las administradoras sólo pueden iniciar sus funciones una vez que hayan acreditado a satisfacción de la Superintendencia de Valores y Seguros que cumplen los requisitos legales y que cuentan con las políticas, los procedimientos y controles que ésta requiera, mediante norma de carácter general, para resguardar adecuadamente los intereses de los partícipes y recursos de los fondos⁶⁶.

De similar manera, en Colombia uno de los requisitos de la solicitud de autorización para la creación de nuevas instituciones financieras y del mercado de valores, en general, es la presentación de la estructura de administración y control de la nueva entidad, y los mecanismos de

⁶⁴ Colombia, Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, artículo 53, numeral 3, literal c. Circular Básica Jurídica de la Superintendencia Financiera de Colombia, título I, capítulo I, numerales 1.2. y 1.4.

⁶⁵ Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, artículo 53, numeral 5.

⁶⁶ Chile, Ley 20.712, artículo 4, literal d.

prevención y gestión de riesgos, junto con las definiciones de la plataforma tecnológica —*hardware* y *software*— que ha de soportar la operación, y el plan de contingencia y continuidad del negocio.

Las administradoras de fondos de inversión colectiva deben acreditar, entre otros, los siguientes requisitos⁶⁷:

- Tener capacidad administrativa e infraestructura tecnológica y operativa suficiente para administrar el respectivo fondo o familia de fondos de inversión colectiva, o para realizar las actividades de gestión y distribución en caso de que éstas no hayan sido delegadas.
- Contar con personal idóneo y de dedicación exclusiva (gerente de fondos) para la administración de fondos o familias de fondos de inversión colectiva.
- Tener una adecuada estructura de control interno.
- Tener implementado un sistema integral de información del fondo de inversión colectiva o familia de fondos de inversión colectiva.
- Tener y cumplir con códigos de buen gobierno corporativo, incluyendo un código de conducta, para la administración del fondo de inversión colectiva o familia de fondos de inversión colectiva.
- Contar con planes de contingencia y continuidad de la operación, cuya finalidad primordial sea prevenir y, en caso de ser necesario, solucionar, los problemas, fallas e incidentes, que se puedan presentar en cualquiera de los dispositivos de procesamiento y conservación, que conforman el sistema integral de manejo y procesamiento de la información de los fondos de inversión colectiva y las familias de fondos de inversión colectiva bajo administración.
- Contar con un sistema de gestión y administración de los riesgos.
- Contar con la cobertura exigida por la regulación para riesgos operativos.
- Contar con una entidad que preste los servicios de custodia de valores.

En México, a la solicitud de autorización para constituirse como sociedad operadora de sociedades de inversión debe acompañarse, entre otros requisitos, el plan general de funcionamiento que comprenda por lo menos las bases relativas a su organización y control interno, y el manual de operación y funcionamiento⁶⁸.

⁶⁷ Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.1.3.1.

⁶⁸ Ley de Fondos de Inversión, artículo 34, fracción II, norma en la cual se hacen extensivos estos mismos requisitos a la solicitud para constituirse como sociedad distribuidora o valuadora de acciones de fondos de inversión.

En Perú, las sociedades administradoras deben disponer de recursos idóneos y necesarios, así como de los procedimientos y sistemas adecuados para desarrollar eficientemente sus actividades vinculadas a los fondos mutuos⁶⁹.

El mantenimiento de la infraestructura administrativa, tecnológica y de recursos humanos es exigible en todo tiempo a las entidades administradoras de VIC, las cuales deben ajustarla y fortalecerla según los desarrollos de la industria y las nuevas exigencias legales que se produzcan en esta materia.

Por lo que hace al tema de garantías y coberturas de riesgos, las regulaciones tienen diversos alcances en los países de la muestra.

En Chile, las administradoras deben constituir una garantía en beneficio de cada fondo para asegurar el cumplimiento de sus obligaciones por la administración de este, por un monto inicial equivalente a 10.000 unidades de fomento, en dinero efectivo, boleta bancaria o pólizas de seguro, siempre que el pago de estas dos últimas no esté sujeto a condición alguna distinta de la mera ocurrencia del hecho o siniestro respectivo. En caso de que no se constituyere la garantía o no se mantuviere permanentemente vigente, la administradora y sus directores responderán solidariamente de los perjuicios que este incumplimiento causare a los partícipes⁷⁰.

El monto de la precitada garantía debe actualizarse anualmente para cada fondo, de manera que dicho monto sea siempre, a lo menos, equivalente al mayor valor entre: (1) 10.000 unidades de fomento; (2) el 1% del patrimonio promedio diario del fondo, correspondiente al trimestre calendario anterior a la fecha de su actualización, o (3) aquel porcentaje del patrimonio diario del fondo, correspondiente al trimestre calendario anterior a la fecha de su actualización, que determine la Superintendencia en función de la calidad de la gestión de riesgos que posea la administradora en cuestión, el cual no podrá ser superior al 5% del patrimonio promedio diario del fondo, correspondiente al trimestre calendario anterior a la fecha de su actualización.

Las administradoras chilenas deben designar a un banco como representante de los beneficiarios de la garantía, y si esta consistiere en depósitos de dinero, la entrega del dinero se hará al representante de los beneficiarios. Si la garantía consistiere en boleta bancaria o póliza

⁶⁹ Resolución Conasev n.º 068-2010-EF/94.01.1, artículo 3.º, literal *d*.

⁷⁰ Ley 20.712, artículos 12, 13 y 14.

de seguros, el representante de los beneficiarios será el tenedor de los documentos justificativos de ella. El banco o compañía de seguros otorgante deberá pagar el valor exigido por tal representante a su simple requerimiento y hasta su monto garantizado. El representante de los beneficiarios de boletas de garantía, para hacerlas efectivas, deberá ser notificado judicialmente del hecho de haberse interpuesto demanda en contra de la administradora caucionada. El dinero proveniente de la realización de la boleta bancaria quedará en prenda de pleno derecho en sustitución de esa garantía, manteniéndose en depósitos reajustables por el representante hasta que cese la obligación de mantener la garantía.

En Colombia, las administradoras de fondos de inversión colectiva, así como el gestor externo y los distribuidores especializados en caso de existir, deben mantener durante todo el tiempo de la administración de los fondos, mecanismos que amparen los siguientes riesgos, respecto de todos los fondos de inversión colectiva que administren: pérdida o daño por actos u omisiones culposos cometidos por sus directores, administradores o cualquier persona vinculada contractualmente con esta; pérdida o daño causado a los fondos de inversión colectiva por actos de infidelidad de los directores, administradores o cualquier persona vinculada contractualmente con la sociedad administradora; pérdida o daño de valores en establecimientos o dependencias de la sociedad administradora; pérdida o daño por falsificación o alteración de documentos; pérdida o daño por falsificación de dinero, y pérdida o daño por fraude a través de sistemas computarizados⁷¹. La regulación no establece una cuantía mínima como base para la constitución de la garantía exigida, a diferencia de lo que ocurre en otros países de la muestra.

En Perú, las sociedades administradoras deben constituir una garantía a favor de la Superintendencia del Mercado de Valores, en respaldo de los compromisos contraídos con los partícipes a su cargo, por un monto no inferior al 0,75% del patrimonio neto administrado de cada fondo mutuo. Esta garantía no podrá ser inferior al 0,75% del patrimonio neto exigido en el inciso *b* del artículo 245 de la Ley de Mercado de Valores⁷². El importe de esta garantía debe actualizarse mensualmente, en función del valor del patrimonio neto al cierre de cada mes, debiendo constituirse la garantía adicional que resultare necesaria. Dicha garantía deberá actualizarse dentro de los diez días útiles

⁷¹ Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.1.3.4.

⁷² Resolución Conasev n.º 068-2010-EF/94.01.1, artículo 141.

siguientes del cierre del mes respectivo⁷³, y en caso de ejecutarse total o parcialmente la garantía, la sociedad administradora queda obligada a su inmediata reposición. La referida garantía debe mantenerse hasta por seis meses posteriores a la fecha en que la sociedad administradora deje de administrar el fondo mutuo o hasta que sean resueltas por sentencia con calidad de cosa juzgada, respectivamente, las acciones judiciales o arbitrales que, dentro de dicho plazo o antes de él, se hubieran interpuesto contra la sociedad administradora, respecto de la administración del fondo que haya dejado de administrar⁷⁴.

La exigencia normativa de garantías apunta a ofrecer respaldo económico a los inversionistas que se relacionan con las entidades administradoras de VIC, de cara a la ocurrencia de los eventos de riesgo que dan lugar a la utilización de esos mecanismos, mediante los cuales se puede mitigar el impacto adverso para los fondos de inversión de las pérdidas patrimoniales asociadas, siempre que estas no excedan la cobertura establecida. Sin perjuicio del cumplimiento de tales exigencias, las entidades administradoras de VIC pueden constituir garantías adicionales según sus políticas en esta materia.

D) Alcance de la licencia y revocación

El alcance de la licencia otorgada a las entidades administradoras se mira aquí desde dos perspectivas, como son, por un lado, la relacionada con la coexistencia del negocio de administración de VIC con otros negocios, y, por otro lado, la asociada con el ámbito territorial en el cual puede ejercerse la actividad licenciada.

Desde la primera perspectiva, se identifican dos tratamientos en la regulación, a saber, uno conforme al cual las entidades administradoras tienen como objeto exclusivo la administración de fondos de inversión, y otro en el cual se admite que además de dicha actividad la entidad pueda desarrollar otras líneas de negocio. La primera tendencia es mayoritaria y en ella se ubican países como Chile, Estados Unidos, España y Perú, al paso que Colombia es uno de los países en los cuales algunas entidades administradoras de VIC pueden todavía realizar otros negocios distintos de la administración de fondos⁷⁵, y en

⁷³ *Ibidem*, artículo 142.

⁷⁴ *Ibidem*, artículo 145.

⁷⁵ En Colombia, las sociedades fiduciarias, además de administrar fondos de inversión colectiva, tienen autorización legal para desarrollar otros negocios fiduciarios a partir

México las sociedades operadoras de fondos de inversión pueden actuar como fiduciarias exclusivamente en fideicomisos de administración o de garantía cuyos fines sean negocios directamente vinculados con las actividades que les sean propias⁷⁶.

En la Unión Europea se adoptó el principio de especialización funcional para las sociedades de gestión, en virtud del cual éstas no pueden ejercer actividades distintas de la gestión de fondos de inversión autorizados, a excepción de la gestión adicional de otros organismos de inversión colectiva que no estén cubiertos por la precitada directiva y respecto de los cuales la sociedad de gestión esté sometida a supervisión prudencial, pero cuyas participaciones no puedan comercializarse en otros estados miembros con arreglo a la misma directiva⁷⁷. No obstante, se prevé la posibilidad de que los estados miembros autoricen a las sociedades de gestión a realizar, además de la actividad de gestión de fondos de inversión, la prestación de servicios de: (1) gestión de carteras de inversión, incluidas las pertenecientes a fondos de pensiones, en virtud de un mandato otorgado de manera discrecional e individualizada por los inversores, siempre que tales carteras incluyan uno o varios de los instrumentos enumerados en el anexo I, sección C, de la Directiva 2004/39/CE; (2) asesoramiento sobre inversiones en uno o varios de los instrumentos enumerados en el anexo I, sección C, de la Directiva 2004/39/CE; y (3) custodia y administración de participaciones de organismos de inversión colectiva⁷⁸.

En cuanto a la segunda perspectiva, la Directiva 2009/65/CE dispone que el acceso a la actividad de las sociedades de gestión está supeditado a la concesión previa de una autorización de las autoridades

de la celebración de contratos de encargo fiduciario y fiducia mercantil, lo que ha dado lugar a productos de fiducia de administración, fiducia inmobiliaria, fiducia de garantía, y fiducia de titularización; así mismo, pueden hacer fiducia pública, administrar fondos de pensiones voluntarias y prestar asesoría financiera. Por su parte, las sociedades comisionistas de bolsa, además de la administración de fondos de inversión colectiva, pueden hacer comisión para la compra y venta de valores, operaciones por cuenta propia, administrar valores de sus comitentes, administrar portafolios de valores de terceros, prestar asesoría en actividades relacionadas con el mercado de capitales, hacer operaciones de corretaje, representar entidades del mercado de valores del exterior, financiar la adquisición de valores y hacer intermediación cambiaria.

⁷⁶ México, Ley de Fondos de Inversión, artículo 51 Bis.

⁷⁷ Ibidem, apartado 2.

⁷⁸ Ibidem, apartado 3.

competentes del estado miembro de origen de la sociedad de gestión, autorización que será válida en todos los estados miembros⁷⁹.

Este enfoque contrasta con el observado en todas las jurisdicciones latinoamericanas estudiadas, donde la licencia es de alcance nacional, es decir, solo puede ser ejercida en el territorio del estado que la otorga. Este tratamiento se explica por la evolución histórica de los sistemas jurídicos y la ausencia de un mercado regional integrado, pero dificulta la promoción y distribución transfronteriza de fondos de inversión en la región, para lo cual las entidades administradoras interesadas deben establecerse localmente o acudir a intermediarios locales en los terceros países en los que se desea promover esos productos y servicios, sometiéndose a las reglas diferenciales existentes en la materia, que son fuente de arbitrajes de regulación que afectan el desarrollo y la eficiencia de los mercados.

Hacia el futuro, las regulaciones latinoamericanas deberían evolucionar de manera que se facilite en todos los países de la región el ofrecimiento y la distribución transfronteriza de los fondos de inversión, sin perjuicio de la protección de los inversionistas y de los mercados en las respectivas jurisdicciones, que puede lograrse mediante la identificación de los riesgos asociados y la adopción de estándares de regulación —y de supervisión— mínimos y comunes, hasta llegar a un escenario de uno o varios mercados regionales integrados, semejante(s) al que desde comienzos del siglo XXI existe en los países de la Unión Europea.

Con ese propósito en mente, consideramos que los reguladores y supervisores nacionales han de tener presente un criterio de reconocimiento inter pares, vale decir, que, con independencia de las diferencias puntuales que existen y existirán entre las distintas regulaciones, y de que unas sean más completas que otras, en muchos de los países de la región —incluidos los de muestra— las autoridades comparten la preocupación común por la protección de quienes invierten en fondos de inversión, que se concreta en las reglas y los mecanismos de protección legalmente adoptados en cada país, en el marco de los principios y estándares internacionales, que deben ser tenidos en cuenta al momento de autorizar o negar la autorización para el ofrecimiento en un territorio nacional de fondos procedentes de otra jurisdicción participante en el mercado integrado⁸⁰.

⁷⁹ Directiva 2009/65/CE, artículo 6, apartado 1.

⁸⁰ Con este enfoque, en Chile, la Superintendencia de Valores y Seguros expidió la Norma de Carácter General 352 de 2014, en cuya sección III dispuso que en ese país

En cuanto a la revocación de la licencia, la ley chilena prevé que la Superintendencia de Valores y Seguros podrá revocar la autorización de existencia de la administradora en los casos de infracción grave a las normas legales que rijan a los fondos y sus administradoras o cuando de las investigaciones que se practiquen resulte que la administración se ha llevado en forma fraudulenta o manifiestamente negligente⁸¹.

En México, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, con el acuerdo de su Junta de Gobierno y previo derecho de audiencia, puede revocar la autorización de las sociedades administradoras de fondos de inversión, cuando: (a) incurran en infracciones graves o reiteradas a lo dispuesto en la ley; (b) desempeñen las actividades propias de su objeto en forma inadecuada o bien ofrezcan servicios distintos de los previstos en la autorización otorgada; (c) omitan reiteradamente proporcionar a la Comisión la información a que están obligadas de acuerdo a la Ley de Fondos de Inversión o a las disposiciones de carácter general derivadas de la misma, o bien proporcionen información falsa o que induzca a error; (d) intervengan en operaciones que no se apeguen a las sanas prácticas del mercado de valores; (e) incumplan reiteradamente lo señalado en el prospecto de información al público inversionista de los fondos de inversión a las que presten sus servicios o realicen operaciones que se alejen de los perfiles de inversión de los

sólo podrán efectuarse ofertas públicas de valores extranjeros —incluidas las cuotas o participaciones en fondos de inversión que tengan ese carácter—, que estén dirigidas al público en general, cuando se cumplan los siguientes requisitos copulativos:

- Que el emisor de los valores se encuentre sujeto a la supervisión del regulador del mercado de valores o bancario del mercado de origen o del mercado en que se transen esos valores.
- Que el regulador del mercado de valores del mercado de origen o del mercado en que se transen esos valores sea miembro de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO).
- Que los valores puedan ser objeto de oferta pública en los países señalados en el documento electrónico denominado “Mercados Reconocidos”, mantenido a disposición del público en el sitio en internet de este servicio (www.svs.cl). La lista de “Mercados Reconocidos” se entenderá modificada por el solo hecho de incorporar en ella nuevos mercados.
- Que mientras los valores permanezcan inscritos en Chile se mantengan vigentes las condiciones que, conforme a la legislación del mercado de origen del emisor o en donde esos valores sean transados, permiten que tales valores sean objeto de oferta pública en esos mercados.
- Que los estados financieros anuales del emisor de los valores se encuentren auditados.

⁸¹ Ley 20.712, artículo 19.

clientes a los que les presten los servicios de administración de carteras de valores; efectúen operaciones por cuenta de fondos de inversión distintas a las permitidas por la Ley de Fondos de Inversión, o bien, incumplan con su objeto; (f) falten por causa que les sea imputable al cumplimiento de las obligaciones contratadas; (g) no presenten el instrumento público en el que conste la escritura constitutiva de la sociedad, para su aprobación dentro de los noventa días siguientes a la fecha del otorgamiento de la autorización; inicien operaciones sin presentar dicho instrumento público para su aprobación, o no inicien sus operaciones dentro del plazo de ciento ochenta días a partir de la fecha en que se notifique la autorización, plazos estos que podrán ser ampliados por una sola ocasión cuando a juicio de la Comisión exista motivo justificado; (h) operen con un capital inferior al mínimo legal y no lo reconstituyan dentro del plazo que fije la Comisión; (i) cuando por causas imputables a quienes presten a los fondos de inversión los servicios de valuación de sus acciones no se reflejen en la contabilidad o en la valuación de estas últimas las operaciones realizadas; (j) entren en proceso de disolución y liquidación; y (k) sean declaradas en quiebra por la autoridad judicial⁸².

También procede la revocación de la licencia a solicitud de la sociedad operadora de fondos de inversión siempre que se cumpla con lo siguiente: (a) que la asamblea de accionistas de la sociedad haya acordado su cambio de nacionalidad, transformación o, en su caso, su disolución y liquidación y aprobado los estados financieros en los que ya no se encuentren registradas obligaciones a cargo de la sociedad por cuenta propia, derivadas de las operaciones reservadas como intermediario; (b) que la sociedad haya presentado a la Comisión los mecanismos y procedimientos para realizar la entrega o transferencia de los valores o efectivo de sus accionistas o, en su caso, clientes, así como las fechas estimadas para su aplicación, y (c) que la sociedad haya presentado a la Comisión los estados financieros, aprobados por la asamblea de accionistas, acompañados del dictamen de un auditor externo, que incluya las opiniones del auditor relativas a componentes, cuentas o partidas específicas de los estados financieros, donde se confirme el estado de los registros a que se refiere el literal *a* anterior⁸³.

En Perú, la autorización de funcionamiento de una sociedad administradora puede ser suspendida o revocada por la Superintendencia

⁸² Ley de Fondos de Inversión, artículo 83.

⁸³ *Ibidem*, artículo 81 Bis 4.

del Mercado de Valores en los siguientes supuestos: (a) por sanción por falta grave o muy grave en que incurra la sociedad administradora; (b) por dejar de observar alguno de los requisitos necesarios para su funcionamiento, sin que para ello se requiera el inicio de un procedimiento administrativo sancionador, tales como presentar un patrimonio neto por debajo del mínimo requerido, o no contar con la infraestructura necesaria, entre otros, o (c) si transcurren dos años sin que la sociedad administradora cuente con por lo menos un fondo mutuo operativo, vencido este plazo la sociedad perderá automáticamente su autorización de funcionamiento para administrar fondos mutuos⁸⁴.

En Colombia no existe actualmente norma expresa que establezca la facultad de la autoridad de supervisión para revocar la licencia otorgada a una entidad administradora de fondos de inversión colectiva, sin perjuicio de lo cual la autoridad puede hacer uso de los institutos de salvamento y protección de la confianza pública establecidos en el ordenamiento del sistema financiero, para proteger los intereses de los inversionistas y el mercado en general, que incluyen órdenes de capitalización, vigilancia especial, programas de recuperación, programas de desmonte, fusión o adquisición con otra entidad, y aun la toma de posesión de los bienes, haberes y negocios de la entidad, para administrarla o liquidarla⁸⁵.

6. PRINCIPALES DEBERES DE LA ENTIDAD ADMINISTRADORA Y DISTRIBUIDORA, Y DEL GESTOR DE PORTAFOLIO

A continuación se reseñan los principales deberes de la entidad administradora o distribuidora de VIC, y del gestor de portafolio, puntualizando que en los casos en que se permita la subcontratación y delegación de funciones la entidad delegada debe cumplir los deberes correlativos, con la supervisión de la entidad administradora delegante, pues las regulaciones prevén que la subcontratación no exime de responsabilidad a la entidad administradora contratante.

En Colombia, el gestor de portafolio por regla general debe ser una entidad vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia y autorizada para administrar fondos de inversión colectiva, salvo en los

⁸⁴ Resolución Conasev n.º 068-2010-EF/94.01.1, artículo 36, modificado por la Resolución SMV n.º 008-2013-SMV/01.

⁸⁵ Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, artículos 113 y 114.

casos de los fondos inmobiliarios⁸⁶ y los fondos de capital privado⁸⁷, para los cuales puede contratarse un gestor que no tenga esa calidad, y en el caso de los gestores extranjeros.

Los deberes a cargo de la entidad administradora, y en su caso de las entidades delegadas, forman parte de los elementos de ordenamiento del mercado y protección a los inversionistas, que son objetivos primordiales de las leyes de mercados de valores en general y de las regulaciones sobre fondos de inversión en particular. La observancia de tales deberes debe ser monitoreada por las autoridades de supervisión en cada país.

A) Actuar de manera profesional en la administración de los VIC

A las entidades administradoras se les exige actuar como expertos en el manejo de fondos de inversión⁸⁸, conforme a la política de inversión de cada vehículo administrado. Este principio, *mutatis mutandi*, cobija igualmente a los subcontratistas de la entidad administradora (gestor de portafolio, distribuidor, custodio), en caso de que los haya.

Para el cumplimiento de este deber, la entidad administradora ha de contar con el recurso humano especializado y la infraestructura técnica y administrativa necesaria para llevar a cabo adecuadamente los procesos operativos propios de la actividad desarrollada, conforme a las

⁸⁶ Colombia: Decreto 2555 de 2010, artículo 3.5.1.1.8. “El gestor externo del fondo de inversión colectiva inmobiliario debe ser una persona jurídica, de naturaleza pública o privada, experta en la administración del portafolio definido para el respectivo fondo, y deberá contar con los requisitos de experiencia y conocimiento señalados en el respectivo reglamento.”

⁸⁷ Colombia: Decreto 2555 de 2010, artículo 3.3.7.2.2. “El gestor profesional del fondo de capital privado puede ser una persona natural o jurídico, nacional o extranjera, experta en la gestión de los activos admisibles para el fondo, con amplia experiencia en el ámbito nacional o internacional de conformidad con lo establecido en el reglamento, y deberá reunir los requisitos de experiencia, idoneidad y solvencia moral señalados en el respectivo reglamento. Cuando el fondo de capital privado no cuente con un gestor profesional, deberá tener un gerente, persona natural, de dedicación exclusiva en la actividad de gestión de fondos de capital privado, nombrado por la Junta Directiva de la sociedad administradora; el gerente será el encargado de la ejecución de la gestión del portafolio del fondo de capital privado a su cargo, por cuenta de quien realice la actividad de gestión, y una misma persona natural puede gerenciar varios fondos de capital privado, como lo dispone el artículo 3.3.7.3.1 del Decreto 2555 de 2010.”

⁸⁸ Colombia: Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.1.1.2. Perú: Resolución Conasev n.º 068-2010-EF/94.01.1, artículo 3, literal e.

características de su negocio, teniendo en cuenta las clases de fondos de inversión ofrecidos, los activos gestionados, el volumen de activos administrados y los riesgos inherentes.

Así mismo, la entidad administradora (o el gestor de portafolio, en su caso) debe gestionar el fondo en las mejores condiciones posibles para los inversionistas (deber de mejor ejecución), teniendo en cuenta factores relevantes como el tamaño y demás características de las operaciones que se van a ejecutar, la situación del mercado al momento de la ejecución, la oportunidad de mejorar el precio, y los costos asociados⁸⁹.

El manejo de VIC comprende así mismo el deber de identificar, medir y gestionar oportuna y adecuadamente, conforme a las normas prudenciales aplicables, los riesgos inherentes a la actividad desarrollada, sea esta la administración general del fondo, la gestión de portafolio, la distribución, o la custodia de activos.

La valoración del portafolio de los fondos de inversión gestionados y de sus participaciones es otro deber de los administradores, y en su caso de los gestores externos, que debe cumplirse con arreglo a las normas aplicables en la respectiva jurisdicción. En Colombia la sociedad administradora puede entregar el desarrollo de esta actividad al custodio de valores del fondo de inversión colectiva, y en México el servicio de valuación de acciones representativas del capital social de fondos de inversión es proporcionado por sociedades valoradoras de acciones de fondos de inversión⁹⁰.

En todos los países de la muestra las entidades administradoras, y en su caso los gestores externos, deben contar con normas de gobierno corporativo y mecanismos de control interno que contribuyen al manejo de riesgos y al cumplimiento de la normativa aplicable.

Es importante anotar que el manejo de recursos e inversiones de terceros sitúa a quien lo ejerce en el campo de la responsabilidad civil de los profesionales, conforme a la cual el ejercicio de una profesión no implica “solamente la aplicación de los principios técnicos y científicos, sino que también está condicionado a normas protectoras del individuo y de la sociedad y que constituyen los elementos fundamentales de la moral profesional”, de donde se concluye que “la responsabilidad civil y por tanto la profesional, puede derivarse del incumplimiento o violación de un contrato, o consistir en un acto u omisión que sin

⁸⁹ Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.1.1.8.

⁹⁰ México, Ley de Fondos de Inversión, artículo 44.

emanar de ningún pacto cause perjuicio a otro”⁹¹. En similar sentido, agregamos que la responsabilidad profesional puede también originarse en la violación de una ley o regulación a la que el profesional deba sujetarse en el desarrollo de su actividad, y que cause perjuicio a otro.

Consecuentemente, en caso de presentarse controversia sobre el cumplimiento del deber de profesionalidad, la autoridad competente debe realizar una valoración jurídica según los cánones de la responsabilidad profesional, tomando en cuenta la política de inversión del fondo de inversión de que se trate y las demás características relevantes de éste, los deberes de conducta exigibles a la entidad administradora (o al gestor de portafolio, en su caso) y la manera como en el aspecto controvertido ésta se comportó concretamente, y sobre esas bases proceder a determinar si el comportamiento registrado en el caso concreto —por acción o por omisión— correspondió o no al que habría tenido un administrador (o un gestor de portafolio) experto puesto en similares circunstancias.

En el plano de las acciones de responsabilidad civil, la normativa chilena precisa, por un lado, que la administradora podrá demandar a las personas que le hubieran ocasionado perjuicios al fondo, por los daños causados a éste, y, por otro lado, que la administradora estará obligada a indemnizar al fondo o a los partícipes por los daños y perjuicios que ella o cualesquiera de sus dependientes o personas que le presten servicios le causaren al fondo, como consecuencia de la ejecución u omisión, según corresponda, de cualesquiera de las actuaciones legalmente prohibidas, y establece que las personas antes mencionadas que hubieran participado en tales actuaciones serán solidariamente responsables del reembolso, que incluirá el daño emergente y el lucro cesante⁹².

En Colombia, las entidades administradoras de fondos de inversión colectiva, así como las que realicen actividades de gestión de portafolio y de distribución, deben actuar de manera profesional, con la diligencia exigible a un experto prudente y diligente en la respectiva actividad, de conformidad con la política de inversión de cada fondo de inversión colectiva⁹³, y deben prestar el servicio debidamente, es decir, en las condiciones informadas, ofrecidas o pactadas con el consumidor

⁹¹ Corte Suprema de Justicia de Colombia, sentencia de casación civil del 5 de marzo de 1940.

⁹² Ley 20.712, artículo 17.

⁹³ Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.1.1.2.

financiero, y emplear adecuados estándares de seguridad y calidad en el suministro de este⁹⁴.

Comoquiera que la entidad administradora de fondos de inversión se vincula contractualmente con cada inversionista, en caso de incumplir aquella las obligaciones a su cargo, los inversionistas afectados pueden ejercer la correspondiente acción de responsabilidad civil contractual, mediante la cual pueden reclamar la indemnización de los perjuicios irrogados por el incumplimiento, conforme a las reglas aplicables al respecto en cada jurisdicción, tanto sustanciales como procesales.

De análoga manera, la entidad administradora, como vocera del fondo de inversión, puede ejercer la acción de responsabilidad civil contractual contra la entidad delegada de la gestión de portafolio, o de la distribución de fondos, o de la custodia de activos del fondo, en caso de incumplimiento por parte de esta de las obligaciones a su cargo.

Independientemente de la responsabilidad civil frente a los inversionistas, las entidades administradoras, gestoras y distribuidoras de fondos, así como los custodios, son también responsables en el ámbito administrativo en caso de inobservancia de las normas a las cuales debe sujetarse su actividad, por cuyo cumplimiento velan las autoridades de supervisión que son las competentes para imponer las sanciones administrativas de ley en caso de infracción.

Así mismo, dichas entidades y sus administradores y funcionarios pueden llegar a incurrir en conductas que den lugar a aplicar otros tipos de responsabilidad, por ejemplo, responsabilidad penal, responsabilidad fiscal y disciplinaria, o responsabilidad tributaria.

B) Dar prevalencia a los intereses de los inversionistas

La administración de fondos de inversión es una actividad de naturaleza fiduciaria, toda vez que los inversionistas le encargan a la entidad administradora el manejo de sus recursos, y ésta realiza una gestión de inversión colectiva por cuenta y riesgo de aquéllos, y tiene un deber de lealtad en virtud del cual, en el desarrollo de su gestión, debe siempre privilegiar los intereses de los inversionistas sobre cualquiera otro.

En tal sentido, la entidad administradora (y el gestor de portafolio, en su caso) debe obrar siempre en beneficio del fondo y de los

⁹⁴ Ley 1328 de 2008, artículo 7, literal *b*.

inversionistas⁹⁵, y ha de observar las normas legales aplicables en materia de restricciones y prohibiciones explícitas, amén de lo cual debe establecer en sus normas de gobierno corporativo las políticas y los mecanismos necesarios para identificar, prevenir y administrar los posibles conflictos de interés en los que pueda incurrir respecto de los inversionistas, incluyendo, entre otros, los que pueden presentarse con la propia entidad administradora (o con el gestor de portafolio, en su caso), sus accionistas, administradores y funcionarios, sus filiales o subsidiarias, su matriz o las filiales o subsidiarias de ésta, entre otros.

Para el efecto, las entidades administradoras, y en su caso los gestores externos de los VIC, deben identificar, controlar y gestionar las situaciones generadoras de conflictos de interés en el desarrollo de las actividades de administración o gestión de portafolios de los fondos de inversión⁹⁶, tratamiento que parte de la premisa según la cual dichas entidades conocen su negocio en profundidad, y por tanto están en mejor posición para cumplir estos deberes.

En punto de las prohibiciones legales, a manera de ejemplo, en Colombia se prohíbe a las sociedades administradoras, entre otras operaciones, invertir los recursos de la cartera colectiva en valores cuyo emisor, avalista, aceptante, garante u originador de una titularización sea la propia sociedad administradora; destinar recursos, de manera directa o indirecta, para el apoyo de liquidez de la sociedad administradora, las subordinadas de ella, su matriz o las subordinadas de esta, y comprar o vender para la cartera colectiva, directa o indirectamente, activos que pertenezcan a los socios, representantes legales o empleados de la sociedad administradora o a sus cónyuges, compañeros permanentes, parientes dentro del segundo grado de consanguinidad,

⁹⁵ La ley chilena señala que la administración de cada fondo debe realizarse atendiendo exclusivamente a la mejor conveniencia de éste y a que todas y cada una de las operaciones de adquisición y enajenación de activos que efectúe por cuenta de él se hagan en el mejor interés del fondo (Ley 20.712, artículo 17). En Colombia, las administradoras deben administrar los fondos de inversión colectiva dando prevalencia a los intereses de los inversionistas sobre cualquier otro interés, incluyendo los de la sociedad administradora; sus accionistas; sus administradores; sus funcionarios; sus filiales o subsidiarias, su matriz o las filiales o subsidiarias de esta (Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.1.1.4). En Perú se establece como una de las normas de conducta de las administradoras la de privilegiar en todo momento los intereses de los fondos mutuos que administre y de sus partícipes sobre sus propios intereses, los de sus vinculados, su personal o tercero (Resolución Conasev n.º 068-2010-EF/94.01.1, artículo 3, literal b).

⁹⁶ Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.3.2.4., num. 4.

segundo de afinidad y único civil o a sociedades en que estos sean beneficiarios reales del veinticinco por ciento o más del capital social⁹⁷.

En Chile se prohíben las siguientes actuaciones u omisiones efectuadas por las administradoras y, según corresponda en cada caso, por las personas que participen en las decisiones de inversión del fondo o que, en razón de su cargo o posición, tengan acceso a información de las inversiones del fondo⁹⁸:

- Las operaciones realizadas con los bienes del fondo para obtener beneficios indebidos, directos o indirectos.
- El cobro de cualquier servicio al fondo, no autorizado por ley o los reglamentos internos, o en plazos y condiciones distintas de las que en ellos se establezca.
- El cobro al fondo de cualquier servicio prestado por personas relacionadas con la administradora del mismo, salvo que ello esté expresamente autorizado con un límite anual por el reglamento interno del fondo y que dicho cobro se efectúe en condiciones de mercado.
- La comunicación de información relevante relativa a la adquisición, enajenación o mantención de activos por cuenta del fondo, a personas distintas de aquellas que estrictamente deban participar en las operaciones respectivas.
- La adquisición de activos que haga la administradora para sí, dentro de los cinco días siguientes a la enajenación de éstos, efectuada por ella por cuenta del fondo, si el precio de compra es inferior al existente antes de dicha enajenación. Tratándose de activos de baja liquidez, este plazo será de sesenta días.
- La enajenación de activos propios que haga la administradora dentro de los cinco días siguientes a la adquisición de éstos por cuenta del fondo, si el precio de venta es superior al existente antes de dicha adquisición. Tratándose de activos de baja liquidez, este plazo será de sesenta días.
- La adquisición o enajenación de bienes por cuenta del fondo en que actúe para sí como vendedor o comprador la administradora o un fondo privado, bajo su administración o la de una sociedad relacionada a ella.

⁹⁷ Ibidem, artículo 3.1.1.10.1, nums. 7, 8 y 19, respectivamente.

⁹⁸ Ley 20.712, artículos 22 y 23.

- La adquisición o enajenación de bienes por cuenta del fondo a personas relacionadas con la administradora o a fondos administrados por ella o por sociedades relacionadas, salvo que se trate de alguna de las excepciones legales.
- Las enajenaciones o adquisiciones de activos que efectúe la administradora, si resultaren ser más ventajosas para ésta que las respectivas enajenaciones o adquisiciones de éstos, efectuadas en el mismo día, por cuenta del fondo. Lo anterior, salvo que se entregara al fondo, dentro de los dos días siguientes al de la operación, la diferencia de precio correspondiente.
- Adquirir, enajenar o gravar directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas instrumentos, bienes o contratos de propiedad de los fondos que administren, ni enajenar o gravar los suyos a éstos.
- Dar en préstamo dinero u otorgar garantías a favor de dichos fondos y viceversa. Se exceptúan de esta prohibición y de la concerniente a la adquisición o enajenación de bienes por cuenta del fondo a personas relacionadas con la administradora o a fondos administrados por ella o por sociedades relacionadas, aquellas adquisiciones y enajenaciones que se realicen sobre los activos en la forma y condiciones determinadas por la Superintendencia de Valores y Seguros mediante norma de carácter general.

Por otra parte, la regulación chilena prohíbe la inversión de recursos de un fondo en cuotas de fondos administrados por su administradora o por una administradora de su grupo empresarial, salvo que se cumplan los siguientes requisitos: (a) que el reglamento interno del fondo así lo permita expresamente; (b) que la política de inversión, liquidez, diversificación y endeudamiento, normas de rescatabilidad, participación en juntas y asambleas, y demás contenidas en el reglamento interno de los fondos en que se efectuará la inversión es consistente con la del respectivo fondo; (c) que se establezca en el reglamento interno del fondo un porcentaje máximo de gastos, remuneraciones y comisiones, como porcentaje del activo del mismo, que podrá ser cargado a éste por la gestión e inversión directa e indirecta de sus recursos en los fondos administrados; (d) que la inversión sea en cuotas de fondos fiscalizados por la Superintendencia de Valores y Seguros, tratándose de fondos no dirigidos a inversionistas calificados, y (e) que no se trate de inversiones recíprocas entre ellos⁹⁹.

⁹⁹ Ley 20.712, artículos 58 y 61.

Así mismo, la normativa chilena dispone que los recursos de un fondo podrán ser invertidos en instrumentos emitidos o garantizados por personas relacionadas a la administradora, sólo si se cumple alguna de las siguientes condiciones: (a) que sean acciones inscritas en bolsas nacionales o extranjeras, que cumplan con los requisitos de liquidez que establezca la Superintendencia de Valores y Seguros mediante norma de carácter general; (b) que sean títulos de deuda con clasificación de riesgo equivalente o superior a aquella que determine fundadamente la citada Superintendencia mediante norma de carácter general, o (c) que el fondo esté dirigido a inversionistas calificados y el reglamento interno de este prevea expresamente esa posibilidad, con sus límites correspondientes¹⁰⁰.

Por otro aspecto, las entidades administradoras de fondos y los gestores de portafolio en general deben evitar incurrir en situaciones que afecten la integridad del mercado en el cual operan, como, por ejemplo, la realización de operaciones que tengan por objeto o efecto la manipulación del mercado.

C) Deberes relacionados con la distribución de VIC

a) *Alcance de la distribución de VIC y canales de distribución.* La actividad de distribución de los fondos de inversión busca incrementar el número de inversionistas y el volumen de recursos vinculados a los VIC, y comprende la promoción de ellos, su publicidad, el contacto con posibles inversionistas y el asesoramiento a estos, el apoyo a los potenciales inversionistas interesados para su vinculación con el fondo de inversión escogido —o a los inversionistas ya vinculados para la renovación de las inversiones efectuadas—, funciones que pueden ser adelantadas directamente por la entidad administradora o por intermedio de otros canales de distribución autorizados.

La publicidad de los fondos debe ser fidedigna, vale decir, ha de reflejar las verdaderas características jurídicas, financieras y operativas de los productos de inversión promovidos, evitando distorsiones que puedan generar confusión entre los potenciales inversionistas¹⁰¹.

¹⁰⁰ *Ibidem*, artículo 62.

¹⁰¹ En Colombia se exige que la información promocional relacionada con las carteras colectivas sea veraz, verificable, actualizada, exacta, entendible, completa y respetuosa de la preservación de la buena fe y la libre competencia. Cfr. Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.4.4.1.

Así, por ejemplo, se debe evitar en la publicidad promocionar la imagen de un fondo con condiciones que no sean propias o predicables de los productos de su clase.

En punto de los canales de distribución de VIC, las regulaciones de los países latinoamericanos de la muestra han evolucionado de la distribución solo por parte de la entidad administradora, a esquemas de arquitectura abierta que mediante diversos mecanismos reconocidos y regulados facilitan la distribución masiva de los fondos de inversión, en procura de su democratización y de la profundización de los mercados.

La fuerza de ventas está conformada por las personas naturales que realizan la labor de búsqueda, identificación y contacto con potenciales inversionistas, con miras a su vinculación a los fondos promovidos, así como con inversionistas ya vinculados para efectos del mantenimiento o incremento de sus tenencias de inversión. Puede estar conformada por empleados de la entidad administradora, vinculados laboralmente, o por contratistas de ella con los cuales se hayan celebrado contratos de servicios para la distribución de los fondos.

Algunas regulaciones exigen que los sujetos promotores de fondos de inversión se capaciten y cuenten con una certificación profesional de un organismo certificador reconocido, requisito que apunta a la profesionalización de los vendedores de este tipo de productos de inversión.

En Colombia la entidad administradora también puede llevar a cabo la distribución de los fondos administrados mediante contratos de corresponsalía, o a través de las redes de oficinas de otras instituciones aliadas, por ejemplo bancos, en virtud de contratos de uso de red. En estas situaciones es necesario que la entidad corresponsal o prestadora de la red, según el caso, adopte las medidas necesarias para que los potenciales inversionistas distingan entre los productos y servicios propios de ésta y los de la entidad administradora de fondos de inversión.

A través de los corresponsales y de las redes de las instituciones aliadas, y por intermedio del personal de éstas, las entidades administradoras pueden ofrecer y colocar los fondos de menor complejidad —p. ej., fondos abiertos y de mercado monetario—, al paso que la comercialización de fondos de inversión más complejos —p. ej., fondos bursátiles o fondos inmobiliarios— debe ser efectuada por personal de la entidad administradora de fondos, ubicado en las instalaciones de la red de la institución aliada, que cuente con el entrenamiento necesario y la certificación para brindar a los potenciales interesados la información y la asesoría requeridas.

El ordenamiento colombiano reconoce otro canal de distribución, a través de cuentas ómnibus administradas por un distribuidor especializado, que debe ser una sociedad administradora de fondos de inversión colectiva diferente de la sociedad administradora del respectivo fondo de inversión colectiva, o por parte de un establecimiento bancario¹⁰².

La cuenta ómnibus es una cuenta administrada por el distribuidor especializado, bajo la cual se agrupan uno o más inversionistas registrados previamente de manera individual ante dicha entidad, con el fin de que el distribuidor especializado actúe a nombre propio y por cuenta de ellos, constituyéndose como un inversionista en un único fondo de inversión colectiva.

Un distribuidor especializado puede administrar diferentes cuentas ómnibus para hacer parte de distintos fondos de inversión colectiva, cuentas éstas que a su vez no podrán incluir como inversionistas a otras cuentas ómnibus.

La identidad de los inversionistas finales únicamente será conocida por el distribuidor especializado de fondos de inversión colectiva administrador de la cuenta ómnibus, sin perjuicio de que las autoridades competentes puedan conocerla en ejercicio de sus funciones.

El mecanismo de la cuenta ómnibus facilita a los distribuidores especializados la comercialización de fondos administrados por otras sociedades administradoras, a cambio de una remuneración, sin tener que revelar a estas la identidad de los inversionistas finales, con lo cual aquellos protegen su base de clientes.

El distribuidor especializado también está autorizado para distribuir en Colombia fondos de inversión del exterior que cumplan con los requisitos establecidos para el efecto en la regulación local¹⁰³.

Amén de lo anterior, tratándose de fondos de inversión colectiva inmobiliarios, la distribución de los valores representativos de derechos de participación en estos, inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE), puede realizarse por medio de operaciones de colocación de valores (*underwriting*), en las cuales el intermediario colocador garantice la colocación de la totalidad o parte de la emisión, o adquiera la totalidad o parte de los valores de ella por cuenta propia, para colocarlos posteriormente en el mercado, o asuma compromiso de colocación al mejor esfuerzo¹⁰⁴.

¹⁰² Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.4.2.1.

¹⁰³ Decreto 2555 de 2010, artículo 3.6.1.1.4.

¹⁰⁴ *Ibidem*, artículo 3.5.1.1.9.

El creciente uso en la industria de servicios financieros de tecnologías de información, comunicaciones, robotización e inteligencia artificial permite desarrollar otros canales de distribución de fondos de inversión, por ejemplo, herramientas que permiten vincular a los inversionistas minoristas a través del portal de la entidad administradora o distribuidora, vía que ya opera en otros países y que en Colombia podría facilitar el regulador mediante la adopción de trámites simplificados semejantes a los ya existentes para la apertura de depósitos electrónicos y de cuentas de ahorro electrónicas.

En Chile, las colocaciones, suscripciones y rescates de cuotas pueden efectuarse directamente por la administradora o por agentes que serán mandatarios de ésta para las operaciones que por su intermedio efectúen los partícipes del fondo¹⁰⁵.

Dichos agentes deben acreditar que cuentan con la idoneidad y los conocimientos suficientes sobre comercialización de fondos. Dicha acreditación se efectuará en la forma y periodicidad que establezca la Superintendencia mediante norma de carácter general.

En México, la distribución de las acciones de los fondos de inversión puede ser realizada directamente por la sociedad operadora, o por intermedio de sociedades distribuidoras de tales acciones, instituciones de crédito, casas de bolsa, instituciones de seguros, organizaciones auxiliares del crédito, uniones de crédito, sociedades financieras populares, sociedades cooperativas de ahorro y préstamo, sociedades financieras de objeto múltiple reguladas y casas de cambio, y los servicios de distribución comprenden la promoción y asesoría a terceros, así como instruir la compra y venta de dichas acciones por cuenta y orden del fondo de inversión que contrate estos servicios, así como por cuenta y orden del cliente que pretenda adquirirlas o enajenarlas¹⁰⁶.

Las entidades que presten los servicios de distribución de acciones de fondos de inversión, pueden realizar las actividades siguientes¹⁰⁷: (a) transmitir, por cuenta y orden de terceros, órdenes para la compra y venta de acciones representativas del capital social de fondos de inversión; (b) solicitar a sus clientes los recursos necesarios para efectuar las operaciones de compra y transferirlos a la sociedad operadora que corresponda para la liquidación de dichas operaciones, así como recibir

¹⁰⁵ Ley 20.712, artículo 41.

¹⁰⁶ Ley de Fondos de Inversión, artículo 40.

¹⁰⁷ *Ibidem*, artículo 40 Bis.

los recursos que resulten de las ventas de acciones de fondos de inversión y transferirlos a los clientes que correspondan o celebrar con ellos otras operaciones de compra de acciones de fondos de inversión, según las instrucciones que reciba de sus clientes; (c) elaborar estados de cuenta; (d) llevar a cabo las operaciones que les son propias en mercados del exterior, conforme a lo previsto en las disposiciones de carácter general que para este fin expida la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, y con sujeción a las leyes de los países en que desempeñen tales actividades; (e) actuar como comisionistas de las instituciones de crédito para la realización de las operaciones de estas últimas; y (f) las análogas, conexas o complementarias que autorice la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, mediante disposiciones de carácter general.

En Perú, la colocación de cuotas se realiza a través de promotores directos, contratados por la sociedad administradora, o por intermedio de promotores indirectos, quienes laboran para los agentes colocadores. Los agentes colocadores deberán haber suscrito un contrato con la sociedad administradora que los autorice para dicho efecto¹⁰⁸.

Cualquiera que sea el canal empleado para la distribución de los fondos de inversión, se debe asegurar el cumplimiento de las reglas relativas al suministro de información a los potenciales inversionistas, el conocimiento del cliente y la prevención del lavado de activos y la financiación del terrorismo, según las normas de cada jurisdicción.

b) *Principales deberes de los distribuidores de VIC*. Puesto que los fondos de inversión son productos más o menos complejos, y el cliente potencial debe tomar la decisión de vincularse o no como inversionista en uno o más fondos, dentro del proceso de distribución y en la perspectiva de protección al inversionista revisten especial importancia los deberes de clasificación del cliente potencial —según que se trate de un inversionista profesional o no profesional—, determinación de su perfil de riesgo (*suitability*), de suministro a éste de información clara y suficiente sobre los productos promovidos, y de asesoría.

La fuerza de ventas debe en primera instancia establecer el perfil de riesgo del posible inversionista y sus necesidades de inversión, lo cual en la práctica se hace mediante mecanismos de encuesta estandarizados que a partir de cierta información básica facilitan la clasificación de los clientes según su nivel de aversión al riesgo —p. ej., inversionistas conservadores, con alta aversión al riesgo; inversionistas con

¹⁰⁸ Resolución Conasev n.º 068-2010-EF/94.01.1, artículo 83, modificado por la RSMV 008-2013-SMV/01, y por la Resolución SMV n.º 008-2013-SMV/01.

mediana aversión al riesgo e inversionistas con baja aversión al riesgo y disposición para asumir niveles elevados de riesgo en sus inversiones financieras.

Identificado el perfil de riesgo del cliente potencial, se le debe entregar a éste toda la información necesaria y suficiente sobre los fondos de inversión promovidos, proporcionada por la sociedad administradora, la cual debe ser claramente presentada y explicada por la fuerza de ventas, haciendo énfasis en las características jurídicas y económicas de estos y mencionando explícitamente los riesgos inherentes a ellos, a fin de permitir la toma de decisiones de inversión informadas, mediante las cuales el inversionista pueda alcanzar sus objetivos de inversión¹⁰⁹.

Si la fuerza de ventas formula recomendaciones de inversión al potencial cliente, orientadas a inducirlo a adquirir determinados productos y servicios de inversión promovidos, tales recomendaciones deberán en todo caso tener en cuenta la situación, las necesidades financieras y el perfil de riesgo del potencial cliente, y las características y los riesgos del producto recomendado, de modo que haya la debida compatibilidad entre dichos elementos. En este caso, el promotor de los fondos estaría realizando labor de asesoría y en consecuencia le serían aplicables los estándares correspondientes a este deber.

La regulación colombiana establece a cargo de los distribuidores de fondos el deber de asesoría especial, consistente en formular

¹⁰⁹ Para el caso colombiano, Ana Fernanda Maiguashca critica el enfoque tradicional que asigna al inversionista la decisión de inversión, señalando que tiene el problema de pedirle al inversionista “[...] que sea él quien haga la traducción de su función objetivo —lo que él realmente quiere conseguir con su riqueza— al plano de decisión de riesgo y retorno financiero. Eso lleva por ejemplo, a clasificar a los clientes según perfiles de riesgo que se construyen sin tener en cuenta la función objetivo original de esta, digamos en abstracto. Es así que un portafolio con varianza de corto plazo no es necesariamente más riesgoso para un cliente que está construyendo su pensión en la etapa temprana de su vida; y un portafolio con baja varianza de títulos cortos pero ilíquidos y con pocas marcaciones de precios de mercado no es necesariamente menos riesgoso para un cliente que necesita tener liquidez a la vista en papeles que pueda liquidar fácilmente sin afectar su precio. Sin embargo, el criterio de riesgo y retorno que normalmente se utiliza, no logra abarcar este otro tipo de análisis”. Como alternativa, propone cambiar a una visión en la cual “[l]os clientes deberían poder delinear su función objetivo en términos de consumo, y debería ser la industria la que la traduzca en una composición de portafolio, cuyas unidades sean las del tipo de consumo que el cliente quiere maximizar”. En *Una visión de la industria de fondos de inversión colectiva en Colombia*, Bogotá, Asofiduciarias, 2016, pp. 50-51. Disponible en <https://www.asofiduciarias.org.co/estudios/> [consulta: 15 de octubre de 2018].

recomendaciones individualizadas al cliente inversionista, con el fin de que éste tome decisiones informadas, conscientes y estudiadas, orientadas a vincularse con uno o más fondos de inversión colectiva, con base en sus necesidades de inversión y en el perfil de riesgo particular que se le haya asignado¹¹⁰.

Al respecto, la doctrina señala que se trata de una obligación de consejo que debe ser prestada por intermedio de un profesional certificado por un organismo de autorregulación e inscrito en el Registro Nacional de Valores y Emisores, e incluye la explicación sobre la naturaleza del vehículo de inversión colectiva, la relación existente entre riesgos y rentabilidad y la forma como el producto se ajusta o no al perfil de riesgo del potencial inversionistas, y que nace en la relación precontractual y pervive durante el desarrollo del contrato¹¹¹.

Tratándose de fondos de inversión del exterior, el distribuidor especializado, en desarrollo del deber de asesoría especializada, ha de informar a los inversionistas que la supervisión de los fondos de inversión del exterior promovidos se realiza por parte de la autoridad de supervisión de la jurisdicción de origen¹¹².

El deber de asesoría especial debe prestarse de manera oficiosa y en cualquier momento que el cliente inversionista lo pueda requerir, así como cuando sobrevenga una circunstancia que afecte de manera sustancial la inversión, y su cumplimiento debe estar documentado conforme con las políticas adoptadas por la junta directiva de la sociedad administradora o del distribuidor especializado.

La fuerza de ventas, en el desarrollo de su gestión, debe abstenerse de asegurar un rendimiento determinado, o hacer pronósticos sobre el comportamiento futuro de los fondos de inversión promovidos.

¹¹⁰ Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.4.1.3. En todo caso, es preciso aclarar que el Gobierno Nacional expidió el Decreto 661 del 17 de abril de 2018, que adiciona el Decreto 2555 de 2010, mediante el cual calificó y reguló la asesoría como una actividad del mercado de valores, incluyendo dentro del ámbito de dicha actividad la distribución de fondos de inversión colectiva y la atención de los inversionistas mientras se encuentren vinculados a los mismos. A la fecha de publicación de esta obra colectiva, la precitada norma se encuentra en período de transición (un año contado a partir de la fecha en que la Superintendencia Financiera de Colombia expida las regulaciones correspondientes), razón por la cual el presente capítulo se referirá exclusivamente a la regulación vigente.

¹¹¹ Sergio Rodríguez Azuero, *Negocios Fiduciarios su significación en América Latina*, segunda edición, Legis, Bogotá, 2017, pp. 432 y 433.

¹¹² Decreto 2555 de 2010, artículo 3.6.1.1.4.

D) *Vincular a los inversionistas y recibir sus aportes*

Una vez el cliente potencial toma la decisión de invertir en alguno de los fondos promovidos, debe adelantarse el correspondiente protocolo de vinculación, que incluye el diligenciamiento de los formatos establecidos para el efecto, y la obtención y acompañamiento de la documentación de soporte requerida para el conocimiento del cliente.

La fuerza de ventas puede apoyar al cliente en el diligenciamiento de los formatos, así como en la organización de los documentos de soporte, para su entrega a la entidad administradora, pero solo ésta puede tomar la decisión de vincular o no a un potencial inversionista, y solo cuando tal decisión sea afirmativa y se reciban efectivamente los recursos que se van a invertir se entiende verificada la vinculación.

Normalmente la recepción de los aportes de los inversionistas se hace mediante la entrega a la sociedad administradora de la suma de dinero correspondiente al valor del aporte que se va a realizar, por los mecanismos que pone a disposición la entidad administradora, como, por ejemplo, el depósito en una cuenta bancaria abierta a nombre del fondo. En algunos casos es posible la recepción de aportes en especie, cuando la regulación lo permita y el reglamento del fondo lo autorice.

La vinculación incluye también la entrega al inversionista del documento representativo de las participaciones adquiridas, y los demás que la regulación establezca, por ejemplo, copia del prospecto y el reglamento del fondo de inversión.

La vinculación del inversionista al fondo de inversión se enmarca en una relación de naturaleza contractual entre este y la entidad administradora del fondo, que corresponde a un contrato que en Colombia se caracteriza por ser mercantil, innominado y atípico, consensual, principal, bilateral, oneroso, de ejecución sucesiva, *intuitu personae*, de adhesión, cuyo objeto consiste en la prestación del servicio especializado de administración de los dineros u otros activos entregados por el inversionista, en el fondo de inversión escogido, con sujeción a las reglas aplicables a este, teniendo como contraprestación económica el pago de la remuneración pactada a favor de la entidad administradora. Este contrato puede concebirse y explicarse como una modalidad de mandato de inversión y administración, sujeto a la regulación especial de cada jurisdicción, en la que se establece el objeto, los derechos y deberes de las partes, la duración y terminación de la relación negocial, y otros aspectos del negocio jurídico.

E) Llevar la contabilidad de los VIC

Corresponde a las entidades administradoras llevar la contabilidad de los fondos que administran, y pueden subcontratar esta actividad cuando la regulación lo permita. Así, por ejemplo, en Colombia la entidad administradora puede subcontratar la contabilidad de los fondos de inversión colectiva con el custodio de valores¹¹³, y en México las sociedades valuadoras de acciones de fondos de inversión pueden llevar la contabilidad de los fondos de inversión a las que les presten sus servicios¹¹⁴.

En este sentido, ha de tenerse presente que conforme al principio de segregación, el fondo de inversión constituye un ente jurídico y contable independiente, y en consecuencia los activos, pasivos, ingresos y gastos de cada fondo de inversión deben registrarse en la contabilidad de éste y no pueden mezclarse con los de otros fondos administrados, ni con los del administrador.

La contabilidad de los fondos de inversión debe ser llevada de conformidad con los principios contables y las normas de contabilidad aplicables en la correspondiente jurisdicción, y debe estar a disposición de los inversionistas y de las autoridades, en los términos de ley.

F) Suministrar a los inversionistas información sobre los VIC y su desempeño

Antes y durante la vinculación del inversionista con el fondo de inversión escogido, la entidad administradora debe suministrarle información sobre este y su desempeño y resultados, puesto que el suministro oportuno de información es uno de los principales instrumentos de protección al inversionista.

Las legislaciones establecen diversos mecanismos para la revelación de información sobre los VIC, como son el reglamento, el prospecto, la ficha técnica, el extracto o estado de cuenta y el informe de rendición de cuentas, a los que seguidamente se hace referencia.

Además, en todos los países estudiados las entidades administradoras de VIC tienen la obligación de suministrar a la respectiva autoridad de supervisión la información sobre sí mismas y sobre los fondos que

¹¹³ Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.3.1.3, numeral 7.

¹¹⁴ Ley de Fondos de Inversión, artículo 44, inciso tercero.

administran, prevista en las normas legales y reglamentos técnicos, y la información adicional que la autoridad exija en el marco de sus funciones.

a) *Reglamento del VIC*. Es el documento estatutario del fondo de inversión, cuando este tiene estructura fiduciaria o de patrimonio independiente, elaborado por la entidad administradora y aprobado por la autoridad de supervisión, que contiene la información sobre el VIC y las reglas contractuales y legales aplicables a él, según las exigencias de cada país, y debe ponerse a disposición de los inversionistas y del público en general.

En Chile, las administradoras deben tener un reglamento interno para cada fondo, en el que se establecerán los derechos, obligaciones y políticas que regirán a la administradora, al fondo y a los partícipes de él¹¹⁵. Las administradoras deben depositar el reglamento interno, de cada uno de los fondos que administren y, en su caso, las modificaciones respectivas, y la Superintendencia de Valores y Seguros lleva un registro público de depósito de reglamentos internos¹¹⁶.

En Colombia, cada fondo de inversión colectiva debe tener un reglamento, que ha de incluir, a lo menos, los siguientes contenidos¹¹⁷:

1. Aspectos generales: (a) nombre completo, número de identificación y domicilio principal de la sociedad administradora de fondos de inversión colectiva; (b) nombre del fondo de inversión colectiva o de la familia de fondos de inversión colectiva; (c) término de duración del fondo de inversión colectiva; (d) sede principal donde se gestiona el fondo de inversión colectiva; (e) si hay lugar a ello, el término de duración del encargo de inversión y el procedimiento para la restitución de los aportes por vencimiento de dicho término; (f) naturaleza del patrimonio independiente y separado conformado por los bienes entregados o transferidos a la sociedad administradora por parte del inversionista; (g) forma de constitución y extensión de la cobertura que debe suscribir la sociedad administradora de conformidad con la ley; (h) indicación sobre la existencia de mecanismos que pueden proveer información para la toma de la decisión de inversión en el fondo de inversión colectiva; (i) monto mínimo de suscriptores y de aportes requerido por el fondo de inversión colectiva para iniciar

¹¹⁵ Ley 20.712, artículo 45.

¹¹⁶ *Ibidem*, artículo 46.

¹¹⁷ Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.1.9.5.

operaciones; y (j) si es el caso, el monto máximo de recursos que podrá recibir el fondo de inversión colectiva.

2. Política de inversión del fondo de inversión colectiva o de la familia de fondos de inversión colectiva, indicando el tipo de fondo de inversión colectiva y una descripción del perfil de riesgo, y la definición de funciones y la conformación del comité de inversiones.
3. Mecanismos de seguimiento y control del fondo de inversión colectiva, incluyendo información relacionada con los órganos de administración, asesoría y control.
4. Constitución y redención de participaciones: (a) procedimiento para la constitución y redención de participaciones, incluyendo el monto mínimo requerido para la vinculación y permanencia en el fondo de inversión colectiva y el plazo para los desembolsos; (b) porcentaje máximo de participación que un sólo inversionista, por sí o por interpuesta persona, podrá poseer en el fondo de inversión colectiva; (c) naturaleza y características de los documentos, registros electrónicos, comprobantes o títulos que representen las participaciones, de conformidad con la clase de fondo de inversión colectiva de que se trate; (d) la bolsa o bolsas de valores en las cuales se inscribirán las participaciones, cuando a ello haya lugar; (e) tratándose de fondos de inversión colectiva cerrados, deberá estipularse de manera expresa si se permitirá la distribución parcial y anticipada de participaciones y las condiciones para tal fin; (f) descripción de los casos en los cuales la asamblea de inversionistas podrá aprobar la suspensión de redenciones de las participaciones, indicando las implicaciones de esta medida y los procedimientos que permitan restablecer las condiciones que habiliten la redención; cualquier suspensión deberá ser informada por escrito de inmediato a la Superintendencia Financiera de Colombia; y (g) explicación del procedimiento técnico mediante el cual se establecerá el valor del fondo de inversión colectiva y el valor de las participaciones.
5. Relación pormenorizada de los gastos a cargo del fondo de inversión colectiva y la preferencia con que se cubrirán. Dentro de la descripción del gasto por la remuneración de la administración que percibirá la sociedad administradora del fondo de inversión colectiva, así como respecto de la remuneración del gestor externo en caso de existir, deberá establecerse en forma clara y completa su metodología de cálculo y la forma de pago; así mismo, los criterios objetivos que la sociedad administradora aplicará para la escogencia y remuneración de intermediarios para la realización

de operaciones del fondo de inversión colectiva, cuando tales intermediarios sean necesarios.

6. Facultades, derechos y obligaciones de la sociedad administradora, del gestor externo en caso de existir, y de los inversionistas.
7. Reglas aplicables a la asamblea de inversionistas, incluyendo los procedimientos para su convocatoria y las decisiones que podrá tomar.
8. Identificación y descripción del perfil del gestor externo en caso de que exista, sus funciones, obligaciones, remuneración y el régimen de inhabilidades e incompatibilidades, así como las condiciones que regirán la relación contractual entre la sociedad administradora y el gestor externo.
9. Identificación del custodio y la descripción de sus funciones, obligaciones y remuneración.
10. Mecanismos de revelación de información del fondo de inversión colectiva, señalando los medios para su publicación.
11. Causales y procedimiento para la liquidación del fondo de inversión colectiva.
12. Los demás contenidos que exija la Superintendencia Financiera de Colombia, entidad que en ejercicio de sus funciones ha desarrollado en mayor detalle el contenido mínimo del reglamento por modalidad de fondos¹¹⁸.

El reglamento del fondo de inversión colectiva debe estar a disposición de los potenciales inversionistas, antes de su vinculación y durante ella, y puede ser reformado por la sociedad administradora, previa aprobación de su junta directiva, sin que se requiera el consentimiento de los inversionistas o la consulta a estos, con lo cual se facilita la adopción de las modificaciones a que haya lugar. Con todo, las reformas deben ser enviadas a la Superintendencia Financiera de Colombia, antes de su entrada en vigencia; esta autoridad tiene la posibilidad de solicitar en cualquier tiempo los ajustes que estime necesarios. Y si la reforma modifica o afecta los derechos económicos de los inversionistas, debe además ser aprobada previamente por la autoridad de supervisión, e informada a los inversionistas mediante una publicación en un diario de amplia circulación nacional, y mediante el envío de una comunicación dirigida a cada inversionista, indicando los cambios que se deben realizar y la posibilidad que tienen de retirarse del fondo de

¹¹⁸ Superintendencia Financiera de Colombia, Circular Básica Jurídica, parte III, título VI, numeral 2.1.

inversión colectiva. En tal sentido, los inversionistas que manifiesten formalmente a la sociedad administradora su desacuerdo con las modificaciones podrán solicitar la redención de sus participaciones sin que por este hecho se genere sanción ni penalidad de ningún tipo, derecho que podrá ejercerse en un plazo máximo de un mes contado a partir de la fecha del recibo efectivo de la comunicación antes mencionada. Los cambios que impliquen modificación o afectación de los derechos económicos de los inversionistas solo serán oponibles a estos una vez venza el aludido plazo¹¹⁹.

Tratándose de familias de fondos, se debe contar con un reglamento marco para cada familia y reglamentos individuales para cada uno de los fondos de inversión colectiva que la conforman¹²⁰.

En Perú se exige a las administradoras el reglamento de participación, que es parte del marco legal al que debe sujetarse la sociedad administradora, y es común a todos los fondos mutuos que ella gestiona. El reglamento de participación debe elaborarse tomando en cuenta la información mínima exigida por la Superintendencia del Mercado de Valores, y debe mantenerse actualizado, y su entrega puede ser reemplazada por su divulgación a través de una página virtual¹²¹.

b) *Prospecto del VIC*. Es un documento de apoyo para el ofrecimiento y la comercialización de los fondos, escrito en un lenguaje claro y de fácil entendimiento, y de ordinario más liviano que el reglamento, que debe darse a conocer a los inversionistas antes de su vinculación, mediante su entrega de parte del personal de ventas o en otra forma.

En Colombia, el prospecto debe darse a conocer antes de la vinculación de los inversionistas, dejando constancia del recibo de la copia de él y la aceptación y entendimiento de la información allí consignada, lo cual puede realizarse también por medio electrónico, siempre y cuando se cumpla con los requisitos de recibo de la información, su aceptación y entendimiento. El contenido mínimo del prospecto es el siguiente: (a) información general del fondo de inversión colectiva; (b) política de inversión del fondo de inversión colectiva, indicando el tipo de fondo de inversión colectiva y una descripción de su perfil de riesgo; (c) información económica del fondo de inversión colectiva, donde se incluya la forma, el valor y el cálculo de la remuneración que se pagará a la sociedad administradora, así como la remuneración del

¹¹⁹ Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.1.9.6.

¹²⁰ *Ibídem*, artículo 3.1.1.3.2., numeral 1.

¹²¹ Resolución Conasev n.º 068-2010-EF/94.01.1, artículo 39.

gestor externo, en caso de existir, e información sobre los demás gastos que puedan afectar la rentabilidad del fondo de inversión colectiva; (d) información operativa del fondo de inversión colectiva, incluyendo la indicación de los contratos de uso de red de oficinas y de correspondencia local que haya suscrito la sociedad administradora, vigentes al momento de la expedición del prospecto; (e) medios de reporte de información a los inversionistas y al público en general; (f) identificación de la entidad que actúa como custodio de valores y (g) los demás aspectos que establezca la Superintendencia Financiera de Colombia¹²².

Por su parte, la ley mexicana dispone que los prospectos de información al público inversionista de los fondos de inversión, y sus modificaciones, requerirán la autorización previa de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, y contendrán la información relevante que contribuya a la adecuada toma de decisiones de parte del público inversionista, entre la que deberá figurar al menos la siguiente: (a) los datos generales del fondo de inversión de que se trate; (b) la política detallada de venta de sus acciones y los límites de tenencia accionaria por inversionista conforme a lo establecido en el artículo 14 de la Ley de Fondos de Inversión; (c) la forma de negociación y liquidación de las operaciones de compra y venta de sus acciones, atendiendo al precio de valuación vigente y al plazo en que deba ser cubierto; (d) las políticas detalladas de inversión, liquidez, adquisición, selección y, en su caso, diversificación o especialización de activos, los límites máximos y mínimos de inversión por instrumento y cuando así corresponda, las políticas para la contratación de préstamos y créditos, incluyendo aquellas para la emisión de valores representativos de una deuda a su cargo; (e) la advertencia a los inversionistas de los riesgos que pueden derivarse de la inversión de sus recursos en el fondo, tomando en cuenta para ello las políticas que se sigan conforme a la fracción anterior; (f) el método de valuación de sus acciones, especificando la periodicidad con que se realiza esta última y la forma de dar a conocer el precio; (g) tratándose de fondos de inversión abiertos, las políticas para la recompra de las acciones representativas de su capital social y las causas por las que se suspenderán dichas operaciones; lo anterior, atendiendo al importe de su capital pagado, la tenencia de cada accionista y la composición de los activos objeto de inversión de cada fondo de inversión; (h) la mención específica de que los accionistas de fondos de inversión abiertos,

¹²² Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.1.9.7. El prospecto no se exige para los fondos de capital privado.

tendrán el derecho de que el propio fondo de inversión, a través de las personas que le presten los servicios de distribución de acciones, recompre o adquiera a precio de valuación, sin aplicación de diferencial alguno, hasta el cien por ciento de su tenencia accionaria, dentro del plazo que se establezca en el mismo prospecto de información al público inversionista, con motivo de cualquier modificación al régimen de inversión o régimen de recompra de acciones propias; (i) la estructura del capital social precisando, en su caso, las distintas características de las series o clases accionarias y los derechos y obligaciones inherentes a cada una de ellas; (j) el concepto y procedimiento de cálculo de las comisiones y remuneraciones que deberán pagar los fondos de inversión y sus accionistas, así como la periodicidad o las circunstancias en que serán cobradas; (k) las manifestaciones bajo protesta de decir verdad, por parte de las personas que deban suscribir el prospecto de información al público inversionista en las que declaren expresamente que dentro del ámbito de su responsabilidad no tienen conocimiento de información relevante que haya sido omitida, que sea falsa o que induzca al error; (l) un apartado específico relacionado con las condiciones operativas que aplicarían en caso de la disolución y liquidación anticipada del fondo de inversión; (m) los derechos preferenciales que pudieran existir para suscribir y recomprar acciones representativas del capital social, así como la posibilidad de suspender la adquisición y compra de las acciones representativas de su capital social, por virtud de la escisión del fondo de inversión ante problemas de liquidez; (n) la posibilidad de que el fondo de inversión se escinda conforme al procedimiento establecido en el artículo 14 Bis 7 de la Ley de Fondos de Inversión, en caso de que se presenten condiciones desordenadas o de alta volatilidad en los mercados financieros, o bien cuando por las características de los activos objeto de inversión estos presenten problemas de liquidez o valuación; y (o) la demás que establezca la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, mediante disposiciones de carácter general, en relación con las fracciones anteriores¹²³.

Además, los fondos de inversión deberán presentar un documento con información clave para la inversión, que deberá contener los requisitos que la Comisión Nacional Bancaria y de Valores determine mediante disposiciones de carácter general. Los documentos con información clave para la inversión formarán parte de los prospectos de información al público inversionista.

¹²³ Ley de Fondos de Inversión, artículo 9.º.

Por lo que hace a modificaciones al prospecto¹²⁴, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, mediante disposiciones de carácter general, precisa las modificaciones al prospecto de información al público inversionista que no requerirán de la previa autorización del citado organismo. Sin perjuicio de lo anterior, cada vez que el mencionado prospecto de información al público inversionista sea modificado, deberá remitirse un ejemplar a la citada Comisión que contenga las modificaciones realizadas.

En Perú la colocación de las cuotas debe estar precedida cuando menos de la entrega del prospecto simplificado, el cual debe mantenerse actualizado¹²⁵, cuyo contenido mínimo define la Superintendencia del Mercado de Valores.

En España —y en general en los países de la Unión Europea—, bajo los lineamientos de la directiva MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*), se exige a los distribuidores de fondos de inversión contar con un documento de datos fundamentales para el inversor (DFI), en el que de manera breve (máximo dos páginas) se informan las principales características de los productos de inversión promovidos, a saber: datos identificativos del fondo y de la gestora, objetivos y política de inversión, perfil de riesgo y remuneración, gastos y comisiones, rentabilidad histórica e información práctica (custodia de valores, vigilancia y supervisión de la gestora, inversión mínima inicial, fiscalidad y acceso a otra información del fondo)¹²⁶.

c) *Ficha técnica del VIC*. En Colombia, la ficha técnica es un documento informativo estandarizado para los fondos de inversión colectiva que debe divulgarse en el sitio virtual de la entidad administradora y por medios impresos en sus dependencias, oficinas de servicio al público y canales de distribución, y contiene información general y ocasional de cada uno de ellos, cuya periodicidad, forma y contenido son los señalados por la Superintendencia Financiera de Colombia, entidad que ha dispuesto que se divulgue mensualmente e incluya información sobre el nombre, tipo y características del fondo, valor de este y de la unidad,

¹²⁴ *Ibidem*, artículo 11.

¹²⁵ Resolución Conasev n.º 068-2010-EF/94.01.1, artículo 83, modificado por la Resolución SMV n.º 008-2013-SMV/01.

¹²⁶ AFI y Asofiduciarias, Transformación y evolución de la industria de FIC en Colombia: recomendaciones basadas en el caso español, Bogotá, Asofiduciarias, 2017, p. 30. Disponible en <https://www.asofiduciarias.org.co/estudios/> [consulta: 15 de octubre de 2018].

número de unidades en circulación, número de inversionistas, preaviso para retiro, remuneración por administración, gastos, rentabilidad neta e inversiones, entre otros aspectos¹²⁷.

La regulación vigente apunta a que la información recogida en las fichas técnicas de los fondos de inversión colectiva sea homogénea, para permitir a los inversionistas la comparación entre distintos productos de características similares, y facilitar la toma de decisiones de inversión o desinversión.

d) *Extracto o estado de cuenta del inversionista*. En Colombia, el extracto de cuenta refleja el movimiento de la cuenta de cada uno de los inversionistas en el respectivo fondo de inversión colectiva, esto es, los aportes, inversiones y retiros realizados durante el período correspondiente, así como los resultados obtenidos, y debe ser remitido a ellos por el medio previsto en el reglamento. Su contenido mínimo en Colombia, definido por la autoridad de supervisión, es¹²⁸: (a) identificación del inversionista; (b) saldos inicial y final del período revelado; (c) el valor y la fecha de recepción de las inversiones iniciales o adicionales; (d) los rendimientos abonados durante el período; (e) la rentabilidad neta del fondo, y; (f) remuneración de conformidad con lo definido en el reglamento.

En México¹²⁹, las sociedades de inversión deben hacer llegar a sus accionistas, por medio de las sociedades que les presten los servicios de administración de activos o, en su caso, de distribución de acciones, estados de cuenta en los que se dé a conocer al inversionista lo siguiente: (a) la posición de las acciones de las cuales sea titular, valuada al último día del corte del período que corresponda y la del corte del período anterior; (b) los movimientos del período que corresponda; (c) en su caso, los avisos sobre las modificaciones a los prospectos de información al público inversionista, señalando el lugar o medio por el cual los accionistas podrán acceder a su consulta; (d) el plazo para la formulación de observaciones sobre la información señalada en los literales *a* al *c* anteriores; (e) en su caso, la información sobre la contratación de préstamos o créditos a cargo del fondo de inversión,

¹²⁷ Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.1.9.8; Superintendencia Financiera de Colombia, Circular Básica Jurídica, parte III, título VI, numeral 3.2. La ficha técnica no se exige para los fondos de capital privado.

¹²⁸ Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.1.9.9.; Superintendencia Financiera de Colombia, Circular Básica Jurídica, parte III, título VI, numeral 3.1.

¹²⁹ Ley de Fondos de Inversión, artículo 61 Bis.

operaciones con instrumentos financieros derivados, o bien sobre la emisión de valores representativos de una deuda; (f) el resultado del cálculo del rendimiento de las carteras de inversión de sus clientes; dichos cálculos se realizarán conforme a las disposiciones de carácter general que establezca la Comisión; y (g) la demás información que establezca la Comisión Nacional Bancaria y de Valores mediante disposiciones de carácter general. Cuando se cumplan los requisitos para la remisión del estado de cuenta en donde se contenga, entre otra, la información exigida en la ley, o bien, cumplidas las instrucciones giradas por el cliente de que se trate, los registros que figuren en ellas, así como en la contabilidad del fondo de inversión, se presumirán ciertos, salvo prueba en contrario, en el juicio respectivo, sin perjuicio de quedar a salvo el ejercicio de las acciones que por otros conceptos o agravios compete ejercer al accionista.

En Perú, las sociedades administradoras deben remitir a los partícipes los estados de cuenta, al menos mensualmente, de forma gratuita, y estos han de contener como mínimo lo siguiente: (a) número de cuotas poseídas a la fecha de corte del período de información y a la fecha del corte anterior, con indicación de sus respectivos valores; (b) detalle de las operaciones de suscripción, rescate, transferencia o traspaso efectuadas por el partícipe durante el período de información; (c) relación de entidades vinculadas a la sociedad administradora en los que invierte el fondo mutuo y sus respectivos porcentajes con respecto al total de la cartera; (d) un cuadro comparativo de la rentabilidad del fondo mutuo y el índice de comparación elegido en su prospecto simplificado; (e) comisión unificada, comisión de suscripción y rescate vigentes, comparadas con las aplicadas en el anterior período informado; (f) informar los excesos de inversión, y en particular las entidades con las cuales mantiene excesos de inversión o en las que se presenten inversiones no previstas y sus porcentajes con respecto a la cartera del fondo mutuo, así como los riesgos asociados a dichos excesos o inversiones no previstas, en tanto se mantengan éstos; (g) los riesgos asociados a los excesos de participación, incluyendo los de partícipes fundadores, deberán ser revelados en tanto dure el exceso, el número de partícipes y el porcentaje agregado de aquellos partícipes que excedan el diez por ciento de las cuotas suscritas del fondo mutuo, acompañado de la siguiente nota: “El rescate importante de las cuotas de un partícipe que posee más del 10% de las cuotas en circulación de un fondo mutuo puede afectar el rendimiento del resto de partícipes”; (h) cualquier hecho relevante producido en el período

de la información de interés de los partícipes, e (i) otras que determine el Superintendente del Mercado de Valores¹³⁰.

e) *Rendición de cuentas del administrador del VIC*. La rendición de cuentas corresponde al deber del gestor de informar al beneficiario acerca de los términos de ejecución de la gestión encargada, como medio para facilitar el conocimiento y la evaluación de esta.

En Colombia, la sociedad administradora de fondos de inversión colectiva debe rendir a los inversionistas un informe detallado y pormenorizado de la gestión de los bienes entregados o transferidos en virtud del acuerdo celebrado, entre las partes, respecto de aquello que tenga relevancia con la labor ejecutada, incluyendo el balance general del fondo de inversión colectiva y el estado de resultados de este, por lo menos cada seis meses, con cortes a 30 de junio y 31 de diciembre, salvo que en el reglamento del fondo se disponga una periodicidad menor. El envío del informe deberá efectuarse en un plazo máximo de quince días comunes contados desde la fecha del respectivo corte. La forma y el contenido mínimo del informe de rendición de cuentas son determinados por la Superintendencia Financiera de Colombia¹³¹.

f) *Información sobre la naturaleza y el alcance de las obligaciones del administrador de VIC*. La regulación colombiana exige además que en los mecanismos de información se advierta de forma visible y clara y se destaque que las obligaciones de la sociedad administradora relacionadas con la gestión del portafolio son de medio y no de resultado, los dineros entregados por los inversionistas al fondo de inversión colectiva no son depósitos, ni generan para la sociedad administradora las obligaciones propias de una institución de depósito y no están amparados por el seguro de depósito, ni por ningún otro esquema de dicha naturaleza, y que la inversión en el fondo está sujeta a los riesgos de inversión, derivados de la evolución de los precios de los activos que componen el portafolio¹³².

De análoga manera, en México los fondos de inversión deben incorporar en el propio prospecto de información al público inversionista una leyenda notoria en la que expresamente indiquen que la referida autorización no implica certificación sobre la bondad de las acciones

¹³⁰ Resolución Conasev n.º 068-2010-EF/94.01.1, artículo 135, modificado por la Resolución SMV n.º 008-2013-SMV/01.

¹³¹ Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.1.9.10.

¹³² *Ibidem*, artículo 3.1.1.9.3.

que emitan o sobre la solvencia, liquidez, calidad crediticia o desempeño futuro de los fondos, ni de los activos objeto de inversión que conforman su cartera¹³³.

g) *Suministro de información relevante*. En todos los países de la muestra, las entidades administradoras tienen la obligación de suministrar al órgano supervisor o al mercado información oportuna sobre los hechos y circunstancias sobrevinientes que afecten o puedan afectar los portafolios de inversión colectiva gestionados y el precio de las participaciones en ellos¹³⁴.

En Chile, se entiende por *información esencial* la que un hombre juicioso consideraría importante para sus decisiones de inversión, a modo de ejemplo, disminución importante en el patrimonio del fondo, cambios relevantes en alguna condición de mercado, cambios en la administración o propiedad de la gestora y hechos que puedan producir influencia positiva o negativa en la marcha del fondo¹³⁵.

En Colombia, los fondos de inversión colectiva, en tanto emisores de valores, deben divulgar, en forma veraz, clara, suficiente y oportuna al mercado, a través de la Superintendencia Financiera de Colombia, toda situación relacionada con el emisor o su emisión que habría sido tenida en cuenta por un experto prudente y diligente al comprar, vender o conservar los valores del emisor o al momento de ejercer los derechos políticos inherentes a tales valores¹³⁶.

En México, los fondos de inversión están obligados a proporcionar a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, a sus accionistas y al público en general, la información continua, periódica y la relativa a eventos relevantes, a través de los medios de comunicación y en los términos que la citada Comisión determine mediante disposiciones de carácter general¹³⁷.

En Perú, las sociedades administradoras se encuentran obligadas a remitir toda la información respecto de los fondos mutuos bajo su

¹³³ Ley de Fondos de Inversión, artículo 9.

¹³⁴ Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores, *Estudio comparativo de la industria de la inversión colectiva en Iberoamérica* [en línea]. Disponible en <http://www.iimv.org/estudios/estudio-comparativo-de-la-industria-de-la-inversion-colectiva-en-iberoamerica/> [consulta: 20 de mayo de 2016], pp. 187 y 188.

¹³⁵ Ley 18045, artículo 235.

¹³⁶ Decreto 2555 de 2010, artículo 5.2.4.1.5.

¹³⁷ Ley de Fondos de Inversión, artículo 79 Bis.

administración que califique como hecho de importancia para los inversionistas, según lo dispuesto en el reglamento de la materia, así como por las disposiciones que emita la Superintendencia del Mercado de Valores. También se debe comunicar como hecho de importancia cualquier información que pudiera influir en el comportamiento del fondo mutuo, el valor cuota y, en general, cualquier información que pueda influir en la apreciación de un inversionista respecto del desempeño del fondo mutuo¹³⁸.

h) *Redimir o rescatar las participaciones*. La redención o rescate de las participaciones en un fondo de inversión implica la entrega por parte de la entidad administradora al inversionista del valor de la participación en la fecha de la redención o rescate.

Para el efecto, el inversionista debe solicitar a la entidad administradora del fondo la respectiva redención o rescate, que puede ser parcial o total, luego de lo cual el administrador procede a aplicar el procedimiento operativo establecido, para finalmente entregar al inversionista la suma de dinero que corresponda al valor de las participaciones redimidas o rescatadas.

Las reglas particulares de redención o rescate de participaciones en fondos de inversión deben hacerse explícitas en el reglamento de cada fondo, según que este sea abierto o cerrado, de manera que los inversionistas las conozcan.

i) *Cumplir las obligaciones legales de protección al consumidor financiero*. En Colombia, a los inversionistas de fondos de inversión colectiva se les considera consumidores financieros, y como tales son sujetos de la protección que la ley otorga a esta clase de consumidores¹³⁹, además de la protección que brindan las normas especiales sobre fondos de inversión colectiva.

En esa medida, las entidades administradoras de fondos de inversión colectiva, y en su caso los gestores locales y los distribuidores, deben

¹³⁸ Resolución Conasev n.º 068-2010-EF/94.01.1, artículo 131, modificado por la Resolución SMV n.º 008-2013-SMV/01.

¹³⁹ El régimen colombiano de protección al consumidor financiero se integra con las normas especiales de la Ley 1328 de 2009, las normas aplicables de la Ley 1480 de 2011, y las disposiciones reglamentarias recogidas en las circulares externas 038 y 039 de 2011 de la Superintendencia Financiera de Colombia, y las normas que las modifican, adicionan o sustituyen.

cumplir las siguientes obligaciones legales consagradas en materia de protección al consumidor financiero¹⁴⁰:

- Suministrar información al público respecto de los defensores del Consumidor Financiero, de conformidad con las instrucciones que sobre el particular imparta la Superintendencia Financiera de Colombia.
- Entregar el producto o prestar el servicio debidamente, es decir, en las condiciones informadas, ofrecidas o pactadas con el consumidor financiero, y emplear adecuados estándares de seguridad y calidad en el suministro de aquellos.
- Suministrar información comprensible y publicidad transparente, clara, veraz, oportuna acerca de sus productos y servicios ofrecidos en el mercado.
- Contar con un Sistema de Atención al Consumidor Financiero (SAC), en los términos indicados en la ley, en los decretos que la reglamenten y en las instrucciones que imparta sobre el particular la Superintendencia Financiera de Colombia.
- Abstenerse de incurrir en conductas que conlleven abusos contractuales o de convenir cláusulas que puedan afectar el equilibrio del contrato o dar lugar a un abuso de posición dominante contractual.
- Elaborar los contratos y anexos que regulen las relaciones con los clientes, con claridad, en caracteres legibles a simple vista, y ponerlos a disposición de éstos para su aceptación. Copia de los documentos que soporten la relación contractual deberá estar a disposición del respectivo cliente, y contendrá los términos y condiciones del producto o servicio, los derechos y obligaciones, y las tasas de interés, precios o tarifas y la forma para determinarlos.
- Abstenerse de hacer cobros no pactados o no informados previamente al consumidor financiero, conforme a los términos establecidos en las normas sobre la materia, y tener a disposición de éste los comprobantes o soportes de los pagos, transacciones u operaciones realizadas por cualquier canal ofrecido por la entidad vigilada. La conservación de dichos comprobantes y soportes deberá atender las normas sobre la materia.
- Guardar la reserva de la información suministrada por el consumidor financiero y que tenga carácter de reservada en los términos

¹⁴⁰ Ley 1328 de 2009, artículo 7.

establecidos en las normas correspondientes, sin perjuicio de su suministro a las autoridades competentes.

- Dar constancia del estado o las condiciones específicas de los productos a una fecha determinada, cuando el consumidor financiero lo solicite, de conformidad con el procedimiento establecido para el efecto, salvo aquellos casos en que la entidad vigilada se encuentre obligada a hacerlo sin necesidad de solicitud previa.
- Atender y dar respuesta oportuna a las solicitudes, quejas o reclamos formulados por los consumidores financieros, siguiendo los procedimientos establecidos para el efecto, las disposiciones consagradas en la ley y en las demás normas que resulten aplicables.
- Proveer los recursos humanos, físicos y tecnológicos para que en las sucursales y agencias se brinde una atención eficiente y oportuna a los consumidores financieros.
- Permitir a sus clientes la consulta gratuita, al menos una vez al mes, por los canales que la entidad señale, del estado de sus productos y servicios.
- Contar en su sitio en internet con un enlace al sitio de la Superintendencia Financiera de Colombia dedicado al consumidor financiero.
- Reportar a la Superintendencia Financiera de Colombia, en la forma que ésta señale, el precio de todos los productos y servicios que se ofrezcan de manera masiva. Esta información deberá ser divulgada de manera permanente por cada entidad vigilada en sus oficinas, los cajeros de su red y su página de internet.
- Dar a conocer a los consumidores financieros, en los plazos que señale la Superintendencia Financiera de Colombia, por el respectivo canal y en forma previa a la realización de la operación, el costo de esta, si lo hay, brindándoles la posibilidad de efectuarla o no.
- Disponer de los medios electrónicos y controles idóneos para brindar eficiente seguridad a las transacciones, a la información confidencial de los consumidores financieros y a las redes que la contengan.
- Colaborar oportuna y diligentemente con el Defensor del Consumidor Financiero, las autoridades judiciales y administrativas y los organismos de autorregulación en la recopilación de la información y la obtención de pruebas, en los casos que se requieran, entre otros, los de fraude, hurto o cualquier otra conducta que pueda ser constitutiva de un hecho punible realizada mediante la utilización de tarjetas crédito o débito, la realización de transacciones electrónicas o telefónicas, así como cualquier otra modalidad.

- No requerir al consumidor financiero información que ya repose en la entidad vigilada o en sus dependencias, sucursales o agencias, sin perjuicio de la obligación del consumidor financiero de actualizar la información que conforme a la normatividad correspondiente así lo requiera.
- Desarrollar programas y campañas de educación financiera a sus clientes sobre los diferentes productos y servicios que prestan, obligaciones y derechos de estos y los costos de los productos y servicios que prestan, mercados y tipo de entidades vigiladas, así como de los diferentes mecanismos establecidos para la protección de sus derechos, según las instrucciones que para el efecto imparta la Superintendencia Financiera de Colombia.
- Las demás obligaciones previstas en la ley, las normas concordantes, complementarias, reglamentarias, las que se deriven de la naturaleza del contrato celebrado o del servicio prestado a los consumidores financieros, así como de las instrucciones que emita la Superintendencia Financiera de Colombia en desarrollo de sus funciones y los organismos de autorregulación en sus reglamentos.

7. GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS ENTIDADES ADMINISTRADORAS DE VIC

A) *Principios de gobierno corporativo en materia de entidades administradoras de VIC*

Más allá del establecimiento de un marco legal apropiado, es necesario que las entidades que captan y manejan recursos del público, como es el caso de las administradoras de VIC, cuenten con sistemas robustos de gobierno corporativo, que, en línea con los principios y objetivos internacionales de regulación de los mercados de valores, tratados a espacio en el tomo I de esta obra, contribuyan a asegurar el cumplimiento de normas aplicables, identificar y adoptar las mejores prácticas de negocios, identificar, prevenir y manejar adecuadamente riesgos y conflictos de interés, proteger a los inversionistas y fomentar la estabilidad sistémica.

La preocupación de los reguladores por el adecuado gobierno corporativo de las entidades administradoras de VIC dice relación con factores como la incidencia de estos en la eficiencia del sistema financiero, la estabilidad de las instituciones que manejan recursos del

público y la protección de los inversionistas como objetivo primordial de la política pública del sector financiero¹⁴¹.

El énfasis en el gobierno corporativo es consistente con el moderno paradigma de la supervisión financiera, en el cual el supervisor se apoya cada vez más en la estructura interna de gobierno y gestión de riesgos de las entidades vigiladas, en los esquemas de autorregulación de la industria y en la disciplina de mercado, y menos en el control directo del supervisor, que en todo caso se mantiene. En ese sentido, se espera que el sistema de gobierno corporativo monitoree la administración de las entidades en interés de los propietarios y de los grupos de interés (*stakeholders*) de la entidad, y asegure el cumplimiento de las normas aplicables, al paso que el supervisor evalúa la idoneidad del sistema de gobierno y adopta medidas remediales para enfrentar las falencias detectadas¹⁴².

El sistema de gobierno corporativo se estructura sobre la base de principios, órganos, funciones, políticas, procedimientos, controles y otras normas internas, que deben ser observados en la gestión de la entidad administradora y de los fondos administrados, y un conjunto de órganos de gobierno y de control encargados de cumplir las funciones definidas para cada uno de ellos. Su efectivo funcionamiento requiere, además y primordialmente, una genuina cultura corporativa de buen gobierno, interiorizada y compartida en todos los niveles de la organización.

B) *Órganos de gobierno corporativo de las entidades administradoras de VIC, deberes y responsabilidades*¹⁴³

Los principales órganos de gobierno corporativo de las entidades administradoras son la junta directiva y los comités, a los cuales hacemos referencia seguidamente.

a) *Junta directiva*. Conforme a los principios de gobierno corporativo, la junta directiva de la entidad administradora de VIC es el órgano

¹⁴¹ Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, *White paper on Governance of Collective Investment Schemes (CIS). Financial Market Trends*, n.º 8 [en línea]. Disponible en <https://www.oecd.org/finance/financial-markets/34572343.pdf> [consulta: 26 de mayo de 2016], p. 2.

¹⁴² *Ibíd.*, p. 140.

¹⁴³ Este segmento se basa en el capítulo 4 del libro del autor de este capítulo, Juan Carlos Varón Palomino, *Portafolios de inversión: la norma y el negocio*, Bogotá: Editorial Temis y Universidad de los Andes, 2008.

responsable de fijar los lineamientos estratégicos de la empresa, monitorear la gestión de la administración, pedir periódicamente cuentas de tal gestión y evaluar su desempeño, con miras a proteger los intereses de los accionistas y de los grupos de interés, en especial de los inversionistas, y cumplir las demás funciones señaladas en la ley y los estatutos.

En ese marco, la junta directiva de la entidad administradora debe monitorear el cumplimiento de las políticas de inversión de los fondos administrados y los resultados obtenidos, así como la adecuada gestión de los riesgos y el cumplimiento de las leyes, regulaciones y normas internas aplicables, e identificar y regular posibles conflictos de interés.

Desde el punto de vista societario, los miembros de la junta directiva son designados por los socios de la entidad administradora, y en esa medida son representantes de éstos, no obstante lo cual en algunas jurisdicciones, como la colombiana, el supervisor exige que en la composición de este órgano directivo se incluya cuando menos un miembro independiente.

En el anterior contexto, en todos los países de la muestra la junta directiva de la entidad administradora de VIC, además de las funciones ordinarias establecidas en la ley societaria, tiene a su cargo numerosas obligaciones especiales relacionadas con la actividad de administración de fondos de inversión, aspecto este que ilustramos con referencia al caso de Colombia, en donde la regulación establece las siguientes¹⁴⁴:

- Definir las políticas y los procedimientos aplicables al desarrollo de la actividad de administración de fondos de inversión colectiva, y determinar los criterios o condiciones bajo los cuales la sociedad desarrollará todas o algunas de las demás actividades relacionadas con los fondos de inversión colectiva administrados. Para el efecto, la junta directiva deberá definir para cuales fondos de inversión colectiva o familias de fondos de inversión colectiva la sociedad ejercerá la gestión del portafolio de manera directa, y para cuales dicha gestión se delegará en un gestor externo.
- Designar la entidad que prestará los servicios de custodia de valores, y de las actividades complementarias a ella que prestará la entidad designada como custodio.

¹⁴⁴ Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.5.1.1. En México, la Ley de Fondos de Inversión, artículo 11, regula las funciones del consejo de administración de las sociedades operadoras de fondos de inversión.

- Definir los criterios o estándares aplicables a la selección de entidades encargadas de la gestión, y de la custodia de los fondos de inversión colectiva administrados por la sociedad autorizada.
- Definir una adecuada estructura organizacional para garantizar el cumplimiento e independencia de las funciones propias de la actividad de administración de fondos de inversión colectiva, así como del personal responsable de ellas.
- Fijar los procedimientos y políticas para determinar el proceso de valoración del portafolio de los fondos de inversión colectiva administrados y de sus participaciones, el cual deberán cumplir la sociedad administradora, el gestor o el custodio del respectivo fondo de inversión colectiva, según lo establezca el reglamento. La junta directiva debe además fijar medidas de control que permitan vigilar el cumplimiento de las reglas establecidas para la valoración de los fondos de inversión colectiva administrados.
- Determinar las políticas necesarias para adoptar medidas de control y reglas de conducta apropiadas y suficientes, que se orienten a evitar que los fondos de inversión colectiva administrados puedan ser utilizados como instrumentos para el ocultamiento, manejo, inversión o aprovechamiento en cualquier forma de dineros u otros bienes provenientes de actividades ilícitas, para realizar evasión tributaria o para dar apariencia de legalidad a actividades ilícitas o a las transacciones y recursos vinculados con ellas.
- Aprobar los manuales para el control y prevención del lavado de activos, de gobierno corporativo incluyendo el código de conducta, de control interno, y los demás necesarios para el cumplimiento de las normas aplicables.
- Establecer políticas en cualquier otro aspecto que tenga relevancia con el adecuado funcionamiento y la correcta administración del fondo de inversión colectiva.
- Diseñar políticas, directrices y procedimientos de gobierno corporativo y de control interno, orientadas a administrar los riesgos que puedan afectar a los fondos de inversión colectiva administrados.
- Determinar políticas, directrices y procedimientos para garantizar la calidad de la información divulgada al público en general, a los inversionistas y a la Superintendencia Financiera de Colombia.
- Establecer políticas y adoptar los mecanismos que sean necesarios para evitar el uso de información privilegiada o reservada y la manipulación de la rentabilidad o del valor de la unidad.

- Diseñar y aprobar las políticas para la presentación a las asambleas de inversionistas de toda la información necesaria que permita establecer el estado de los fondos de inversión colectiva administrados, incluyendo como mínimo: los estados financieros básicos de propósito general, la descripción general del portafolio y la evolución del valor de la participación, del valor del fondo de inversión colectiva y de la participación de cada inversionista dentro de este.
- Definir las situaciones constitutivas de conflictos de interés, así como las políticas y los procedimientos para su prevención y administración.
- Establecer políticas, directrices y procedimientos para el ejercicio de los derechos políticos inherentes a los valores administrados colectivamente, cuando dicha actividad no haya sido delegada voluntariamente en el custodio de dichos valores. Dichas políticas, directrices y procedimientos deberán definir expresamente los casos en que la sociedad administradora podrá abstenerse de participar en las deliberaciones y votaciones, en razón, entre otras, de la poca materialidad de la participación social o de los asuntos a ser decididos.
- Fijar las directrices de los programas de capacitación para los funcionarios encargados de las tareas relacionadas con la administración de los fondos de inversión colectiva.
- Definir los mecanismos que serán implementados para el seguimiento del cumplimiento de las funciones del personal vinculado contractualmente al gestor externo, en relación con la gestión del fondo de inversión colectiva.
- Dictar las políticas y los mecanismos para solucionar de manera efectiva y oportuna los problemas detectados y reportados por las áreas involucradas en la actividad de administración del fondo de inversión colectiva, y por el revisor fiscal, sobre asuntos que puedan afectar el adecuado funcionamiento y administración del fondo de inversión colectiva.
- Determinar los mecanismos que eviten la aplicación de prácticas discriminatorias o inequitativas entre los inversionistas de un mismo fondo de inversión colectiva.
- Determinar el contenido mínimo de los informes que deberá presentar quien ejecute la actividad de gestión de los fondos de inversión colectiva administrados por la sociedad administradora.
- Nombrar el gerente del fondo de inversión colectiva y su suplente, cuando haya lugar.

- Las demás establecidas a cargo de la junta directiva de la sociedad administradora de fondos de inversión colectiva en otras normas legales o reglamentarias.

b) *Comités*. Además de la junta directiva, dentro de la estructura de gobierno corporativo existen comités que apoyan y facilitan el seguimiento de las distintas políticas y áreas de la entidad administradora, la retroalimentación desde y hacia la junta directiva, y la toma de decisiones. El número, la composición y las funciones de los comités son de libre fijación —salvo norma especial— y deben ser precisados en el código de buen gobierno de la entidad administradora, amén de lo cual cada comité suele tener su propio reglamento.

En los comités conformados por la junta directiva es común la participación de miembros de ésta, quienes cumplen una función de enlace con la administración.

También pueden existir comités conformados por la administración, en los cuales participan funcionarios de la entidad administradora, facilitando la comunicación y coordinación de diversas áreas de la compañía.

Algunos comités son obligatorios por disponerlo así la regulación, como ocurre en Colombia con el comité de inversiones, al cual le corresponde el análisis de las inversiones y de los emisores, así como de la definición de los cupos de inversión y las políticas para adquisición y liquidación de inversiones¹⁴⁵, y el comité de auditoría que tiene a su cargo el seguimiento del sistema de control interno de la entidad.

Al igual que en el caso de la junta directiva, la gestión de cada comité debe ser autoevaluada en cada período, para establecer el grado de cumplimiento de las funciones y los objetivos trazados, y los aspectos susceptibles de mejoramiento.

BIBLIOGRAFÍA

Doctrina

AFI y Asofiduciarias, *Transformación y evolución de la industria de FIC en Colombia: recomendaciones basadas en el caso español*, Bogotá, Asofiduciarias, 2017. Disponible en <https://www.asofiduciarias.org.co/estudios/> [consulta: 15 de octubre de 2018].

¹⁴⁵ Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.5.3.1.

- Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores, *Estudio comparativo de la industria de la inversión colectiva en Iberoamérica* [en línea]. Disponible en <http://www.iimv.org/estudios/estudio-comparativo-de-la-industria-de-la-inversion-colectiva-en-iberoamerica/> [consulta: 20 de mayo de 2016].
- International Organization of Securities Commissions, *Objectives and Principles of Securities Regulation, junio 2010* [en línea]. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf> [consulta: 23 de mayo de 2016].
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, *White paper on Governance of Collective Investment Schemes (CIS). Financial Market Trends*, n.º 8 [en línea]. Disponible en <https://www.oecd.org/finance/financial-markets/34572343.pdf> [consulta: 26 de mayo de 2016].
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO). *Principles for the supervision of operators of collective investment schemes*, septiembre de 1997 [en línea]. Disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD69.pdf> [consulta: 25 de mayo de 2016].
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *Principles for the Valuation of Collective Investment Schemes Consultation Report*, 2012 [en línea]. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD370.pdf> [consulta: 20 de julio de 2016].
- MAIGUASHCA, ANA FERNANDA, *Una visión de la industria de fondos de inversión colectiva en Colombia*, Bogotá, Asofiduciarias, 2016. Disponible en <https://www.asofiduciarias.org.co/estudios/> [consulta: 15 de octubre de 2018].
- RODRÍGUEZ AZUERO, SERGIO, *Negocios Fiduciarios su significación en América Latina*, segunda edición, Legis, Bogotá, 2017.
- St. Giles, Mark y Sally Buxton. *Managing Collective Investment Funds*, Somerton, Cadogan Financial, 2013.
- VARÓN PALOMINO, JUAN CARLOS, *Portafolios de inversión: la norma y el negocio*, segunda edición, Bogotá, Temis y Universidad de los Andes, 2008.

Legislación

- Circular Básica Jurídica, de la Superintendencia Financiera de Colombia, parte III, título VI, Colombia.
- Decreto 2555 de 2010, Colombia.
- Decreto Legislativo 861, Perú.
- Decreto Legislativo 1061, Perú.
- Decreto Supremo de Hacienda 129 de 2014, Chile.

Directiva 2009/65/CE, del 13 de julio de 2009, “por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM)”.

Ley 35 de 2003 de Instituciones de inversión colectiva, España.

Ley 20.712, Chile.

Ley 964 de 2005, Colombia.

Ley de Fondos de Inversión de 2001, última reforma DOF 10-01-2014, México.

Investment Company Act, USC, section 80a-2 (a) (20) et seq. United States of America.

Resolución Conasev n.º 068-2010-EF/94.01.1, publicada el 16 de julio de 2010.

Resolución SMV n.º 008-2013-SMV/01, del 22 de marzo de 2013.

Resolución de Superintendente n.º 00116-2013, publicada el 27 de septiembre de 2013.

Páginas virtuales

Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores: www.iimv.org

International Organization of Securities Commissions (IOSCO): www.iosco.org

Organization for Economic Co-operation and Development OECD: www.oecd.org

Comisión Nacional del Mercado de Valores de España: www.cnmv.es

Portal del Mercado de Valores Peruano: www.conasev.gob.pe

Securities and Exchange Commission: www.sec.gov

Superintendencia de Valores y Seguros de Chile: www.svs.cl

Superintendencia Financiera de Colombia: www.superfinanciera.gov.co

NASAA: www.nasaa.org

CAPÍTULO II

VEHÍCULOS DE INVERSIÓN COLECTIVA*

JUAN CARLOS VARÓN PALOMINO**

1. ANTECEDENTES

Fernando Carnero Lorenzo señala lo siguiente sobre los orígenes de la industria de inversión colectiva en el mundo occidental¹:

La idea de aunar los fondos de varios ahorradores y ponerlos en manos de gestores especializados no es nueva. A finales de la Edad Media, cuando existían prohibiciones sobre la usura en el crédito, algunos comerciantes - banqueros organizaban inversiones directas de capital, como el caso de los banqueros de *Ausbourg*. En el siglo XVII, los *Administratie Kantooren* de Holanda actuaban como intermediarios entre las sociedades mercantiles que emitían títulos y los suscriptores potenciales. En la centuria siguiente aparecían los *Parish Trust* en las parroquias de Escocia con el fin de recaudar los ahorros de sus feligreses y colocarlos en inversiones ventajosas.

También se suelen citar algunos casos para la primera mitad del siglo XIX, como por ejemplo la *Société Générale des Pays Bas*

* Para citar este libro: <http://dx.doi.org/10.15425/2017.264>

** Juan Carlos Varón Palomino es abogado y especialista en Derecho Comercial de la Universidad de los Andes. Es máster en leyes (LL. MM.) de Harvard Law School. Se ha desempeñado como jefe de las divisiones de bancos y sociedades fiduciarias y como director general (e) de bancos y corporaciones en la Superintendencia Bancaria (Hoy Superintendencia Financiera de Colombia). Ha sido decano (e) y director de la Especialización en Legislación Financiera de la Facultad de Derecho de la Universidad de los Andes. Actualmente es profesor titular y director de la Maestría en Derecho Privado de la Facultad de Derecho de la Universidad de los Andes. Socio de la firma Silva, Varón & Asociados.

¹ Fernando Carnero Lorenzo, *Instituciones de inversión colectiva en España desde una perspectiva histórica*, Madrid, Asociación Española de Historia Económica, serie Documentos de Trabajo, DT-AEHE n.º 0301, 2003, pp. 4 y 5.

pour Favoriser l'Industrie National en 1822 o la *Société des Actions Réunies*, creada por el Banco de Bélgica una vez que este país obtuvo la independencia. Asimismo se recurre a la compañía suiza *OMNIUM*, establecida en 1849, e incluso se alude al *Credit Mobilier* francés de los hermanos Pereire, fundado tres años después. No obstante, la mayoría de estas entidades del ochocientos son consideradas más como bancos de negocios o sociedades de crédito que como instituciones de inversión colectiva.

En lo que sí coinciden la mayoría de los estudios sobre esta cuestión es en señalar a los *Investment Trust* británicos, establecidos en el decenio de 1860, como las primeras instituciones de inversión colectiva asimilables a las que se conocen en la actualidad. Se trata de las siguientes compañías por acciones: *International Financial Society* (1862), *Financial Association* (1862) y *Financial and Colonial Government Trust* (1868). Además, el hombre de negocios escocés Robert Fleming es considerado como el gran impulsor de este tipo de entidades financieras. El primero de sus proyectos que vio la luz fue *Scottish-American Investment Trust* (1873), creando otras cincuenta sociedades de inversión hasta las vísperas de la Segunda Guerra Mundial, con un capital acumulado de 115 millones de libras esterlinas.

Desde sus inicios y hasta nuestros días, la industria de inversión colectiva (en inglés, *asset management*) se ha proyectado en el ámbito global, alcanzando niveles de crecimiento significativos que la ubican como un factor central del desarrollo de los modernos mercados de capitales.

En España, se refiere que según la información estadística que periódicamente publica la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a 31 de diciembre de 2010, el número de instituciones de inversión colectiva inscritas en sus registros ascendía a 6303. Por su parte, el patrimonio gestionado, a la misma fecha, superaba los 200.000 millones de euros, con un número de partícipes superior a los 6,5 millones².

En el Reino Unido, The City UK Fund Management reporta que para diciembre de 2011 el valor total de los activos bajo administración en todo el mundo ascendía a USD 132 trillones³.

² Jesús Mardomingo Cozas, “Las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero”, p. 1 y 2 [En línea], disponible en www.cuatrecasas.com, consultada el 20 de julio de 2016.

³ The City UK Fund Management 2012, citado por Mark St Giles y Sally Buxton. *Managing Collective Investment Funds*, Somerton, Cadogan Financial 2013, p. iii. La

En el ámbito iberoamericano (Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, España, México, Perú, Portugal, República Dominicana y Venezuela), la Federación Iberoamericana de Fondos de Inversión reporta que a diciembre del año 2013 la industria en esta región alcanzó en ese año 20.115 fondos, con activos netos totales de USD 1.501.117 millones, y un total de 20.908.779 clientes⁴, y existe todavía un amplio potencial de desarrollo futuro en todos estos países.

Estas cifras muestran que los vehículos de inversión colectiva han ganado creciente importancia en los mercados financieros y de valores del mundo, frente a otras alternativas más tradicionales de colocación de recursos, como los depósitos bancarios, y revisten particular importancia en el proceso de globalización e integración de los mercados, en la medida en que a mediante ellos los inversionistas pueden satisfacer necesidades y lograr objetivos financieros diversificando sus tenencias en valores y otros activos financieros, prácticamente en cualquier mercado y desde cualquier parte. Para muchos inversionistas, especialmente para aquellos que no son profesionales en la materia, la utilización de vehículos de inversión colectiva es una opción interesante para realizar inversiones en los mercados de valores⁵.

En el presente capítulo se presenta el concepto de “vehículo de inversión colectiva” (en inglés, *collective investment schemes*), y se aborda su función económica, los principales beneficios y riesgos para los inversionistas, la naturaleza de las actividades relacionadas con estos vehículos, su forma legal, aportes y participaciones, clases y características, los derechos de los inversionistas, y los aspectos centrales atinentes a la cesión, fusión y liquidación de dichos vehículos⁶, desde la óptica de la regulación de los países de la muestra en la

cifra citada incluye el valor de los fondos de pensiones (24%), fondos mutuos (18%), fondos de seguros (18%), fondos soberanos (4%), *private equity funds* (2%), *hedge funds* (1%), *exchange traded funds* (1%) y *private wealth* (32%).

⁴ <http://www.fiafin.org/>, consultada el 8 de junio de 2014.

⁵ Aun cuando la mayoría de los clientes de los fondos de inversión son inversionistas no profesionales, los inversionistas profesionales —p. ej., fondos de pensiones, compañías de seguros e inclusive administradores de fondos— también hacen uso de esta herramienta en el marco de sus estrategias de inversión y diversificación de riesgos y fuentes de ingreso.

⁶ En este trabajo no se estudian los fondos de pensiones, obligatorios y voluntarios, y otros fondos de seguridad social, como los fondos de cesantías o similares, que existen en los países de la muestra.

materia, con énfasis en los países latinoamericanos escogidos (Chile, Colombia, México y Perú). Como se anotó al inicio del capítulo precedente, en estos países se observa un esfuerzo consciente y progresivo de los reguladores para acercar la normativa local a los estándares internacionales, que se constata en Colombia con la expedición de los decretos 1242 y 1243 del 14 de junio de 2013⁷, en Chile con la Ley 20.712 del 14 de enero de 2014⁸, y el Decreto Supremo de Hacienda 129 del 8 de marzo de 2014⁹, en México con las reforma de la Ley de Sociedades de Inversión de 2001 (hoy Ley de Fondos de Inversión) publicadas el 10 de enero y el 13 de junio de 2014, y en Perú con la reforma del Reglamento de Fondos Mutuos de Inversión en Valores y sus Sociedades Administradoras del año 2013¹⁰.

⁷ La regulación colombiana en esta materia está contenida en la parte 3 del Decreto 2555 de 2010, en la cual se reexpidieron las normas del Decreto 2175 de 2007. Esta regulación fue reemplazada integralmente por el Decreto 1242 del 14 de junio de 2013, con vigencia desde el 1.º de enero de 2015, para modernizar y fortalecer la regulación local y aproximarla a estándares internacionales. Una de las modificaciones adoptadas es el cambio de denominación legal de los VIC colombianos, abandonando la de “carteras colectivas” y sustituyéndola por la de “fondos de inversión colectiva”. En este trabajo, salvo que se indique algo distinto, se citan las disposiciones del Decreto 1242 de 2013, incorporadas en la parte 3 del Decreto 2555 de 2010. Dicha regulación es complementada por las instrucciones impartidas por la Superintendencia Financiera de Colombia, en el título VI de la parte III de la Circular Básica Jurídica (Circular Externa 029 de 2014). Por otra parte, mediante el Decreto 1243 de 2013, se reglamentó la actividad de custodia de valores, con incidencia sobre los VIC y sus administradores, en la medida en que se estableció como obligación a cargo de estos la de entregar los valores de los fondos administrados en custodia a custodios especializados. Las normas del Decreto 1243 de 2013 fueron también incorporadas al Decreto 2555 de 2010, mediante la adición del libro 37 de la parte 2, según el Decreto 1498 de 2013.

⁸ La Ley 20.712 derogó los siguientes cuerpos legales: (a) los títulos XX y XXVII de la ley n.º 18.045; (b) el Decreto-Ley 1.328, de 1976, cuyo texto refundido fue fijado por el Decreto Supremo de Hacienda n.º 1.019, de 1979; (c) la Ley 18.657 y (d) la Ley 18.815. La Ley 20.712 rige a partir del primer día del mes subsiguiente al de la expedición del Reglamento que reemplace los Reglamentos de Fondos Mutuos y de Fondos de Inversión, el cual está contenido en el Decreto Supremo de Hacienda n.º 129 de 2014. Además se tienen las normas de carácter general expedidas por la Superintendencia de Valores y Seguros (norma de carácter general n.º 375 de fecha 20 de enero de 2015).

⁹ El Decreto Supremo de Hacienda 129 de 2014, se publicó en el *Diario Oficial* del 8 de marzo de 2014 y rige a partir del 1.º de mayo de 2014, y derogó los decretos supremos 1179 de 2010 y 864 de 1989, ambos del Ministerio de Hacienda.

¹⁰ El Reglamento de Fondos Mutuos y sus Sociedades Administradoras fue aprobado mediante Resolución Conasev n.º 068-2010-EF/94.01.1, publicada el 16 de julio de 2010,

2. CONCEPTO DE “VEHÍCULOS DE INVERSIÓN COLECTIVA”

En el capítulo I de esta parte de la obra se anotó también que los “vehículos de inversión colectiva” (“VIC”), también llamados “carteras colectivas”, “instituciones de inversión colectiva”, “sociedades de inversión”, “fondos de inversión colectiva”, “fondos de inversión”, “fondos mutuos de inversión” y “fondos”, son mecanismos regulados, autorizados y supervisados por el Estado, mediante los cuales el administrador capta recursos del público masivamente y los destina a la realización de inversiones en determinadas clases de activos subyacentes, según la política de inversión del respectivo vehículo, por cuenta y riesgo de los inversionistas y para beneficio de estos.

Desde la perspectiva de los administradores y gestores, los fondos son productos de inversión colectiva, que ellos estructuran, desarrollan, operan y comercializan en el mercado, cobrando comisiones a sus clientes como retribución de los servicios prestados.

El concepto de VIC se integra a partir de los siguientes elementos:

- Una pluralidad de inversionistas, también denominados “aportantes”, “partícipes” o “adherentes” —que pueden ser personas naturales o jurídicas (públicas o privadas), nacionales o extranjeras, y patrimonios autónomos o independientes sin personería jurídica¹¹—, interesados en la preservación o el aumento de un capital, mediante la realización de inversiones. En cuanto a su nivel de conocimiento o experiencia en materia de inversiones, los aportantes a los fondos pueden ser inversionistas profesionales o calificados, o inversionistas no profesionales, distinción que se relaciona con su

la cual fue modificada mediante la Resolución SMV n.º 008-2013-SMV/01, del 22 de marzo de 2013, y mediante la Resolución de Superintendente n.º 00116-2013, publicada el 27 de septiembre de 2013, y la Resolución de Superintendente n.º 005 de 2015. Por mandato de la Ley 29782, Ley de Fortalecimiento de la Supervisión del Mercado de Valores, publicada el 28 de julio de 2011, se sustituyó la denominación de Conasev por la de Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).

¹¹ En Colombia es posible crear patrimonios autónomos mediante la celebración de contratos de fiducia mercantil, cuyos recursos pueden ser invertidos en VIC, conforme a las instrucciones impartidas en el acto constitutivo. Así mismo, pueden invertirse en VIC los recursos de otras clases de patrimonios autónomos independientes como los de los fondos de pensiones y los de los fondos de cesantías, y otros fondos de creación legal, e incluso los de otros VIC.

conocimiento, experiencia y capacidad para comprender y elegir inversiones, e incide en el grado de protección que la normativa otorga a unos y otros, que suele ser mayor para los inversionistas no profesionales.

- Un conjunto de recursos —usualmente sumas de dinero u otros bienes aportados en especie—, específicamente asignados a la adquisición y negociación de inversiones, con un propósito socioeconómico particular;
- Un administrador profesional de los recursos que se han de invertir y de las inversiones realizadas, distinto del inversionista, que actúa por cuenta y riesgo de los inversionistas, bajo un esquema determinado de administración delegada¹²; y
- Un instrumento jurídico, enmarcado en una regulación determinada, que define la clase de relación existente entre el(los) inversionista(s) y el administrador, sus derechos, deberes y responsabilidades, las políticas de inversión que se han de seguir respecto de los recursos administrados y otros aspectos relevantes, y sirve como vehículo para la aglutinación y el manejo de los recursos invertidos y de las inversiones realizadas.

Los elementos antes mencionados se encuentran presentes en las definiciones legales que en los países de la muestra existen para los VIC, como se indica a continuación.

En Chile, el fondo mutuo es definido como un “patrimonio de afectación integrado por aportes realizados por partícipes destinados exclusivamente para su inversión en los valores y bienes que esta ley permita, cuya administración es de responsabilidad de una administradora”¹³.

En Colombia, los fondos de inversión colectiva se definen como “todo mecanismo o vehículo de captación o administración de sumas de dinero u otros activos, integrado con el aporte de un número plural de personas determinables una vez el fondo entre en operación, recursos que serán gestionados de manera colectiva para obtener resultados económicos también colectivos”¹⁴.

¹² Nota del editor. En el capítulo I de esta parte de la obra trata el tema de las entidades administradoras de VIC y el enfoque de regulación y de supervisión de estas entidades.

¹³ Ley 20.712, artículo 1.º, literal b.

¹⁴ Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.1.2.1.

En Estados Unidos, el término “fondo mutuo” (*mutual fund*) corresponde técnicamente al concepto de compañía de inversión abierta (*open-end investment company*), regulada por la Investment Company Act de 1940 y sus modificaciones¹⁵. El término *investment company* se define como cualquier emisor de valores que: (a) realiza o anuncia la realización, como actividad primaria principal, o pretende adelantar, principalmente, el negocio consistente en la inversión, reinversión o negociación de valores; (b) se dedica o pretende dedicarse al negocio consistente en la emisión de títulos denominados *face amount certificates of the installment type*, o ha estado dedicado a tal negocio o tiene certificados de este tipo vigentes; o (c) realiza o pretende realizar el negocio consistente en la inversión, reinversión, posesión, mantenimiento o negociación de valores y tiene o pretende adquirir valores que tengan monto mayor al cuarenta por ciento del total de sus activos, excluidos el efectivo y los valores emitidos por entidades del gobierno.

En España, las instituciones de inversión colectiva (en adelante, IIC) son aquellas que tienen por objeto “la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos”¹⁶.

En México, se precisa que los fondos de inversión “serán sociedades anónimas de capital variable que tendrán por objeto exclusivamente la adquisición y venta habitual y profesional de Activos Objeto de Inversión con recursos provenientes de la colocación de las acciones representativas de su capital social ofreciéndolas a persona indeterminada, a través de servicios de intermediación financiera, conforme a lo dispuesto en la Ley del Mercado de Valores y en esta Ley”¹⁷.

En Perú, el fondo mutuo de inversión en valores se define como “un patrimonio autónomo integrado por aportes de personas naturales y jurídicas para su inversión en instrumentos y operaciones financieras”¹⁸.

¹⁵ Codificado bajo el título 15 del United States Code, sección 80a-1 y ss.

¹⁶ Ley 35 de 2003, artículo 1º.

¹⁷ Ley de Fondos de Inversión, artículo 5.º.

¹⁸ Decreto legislativo 861 de 1996, art. 238. Similar definición existe en este país para los fondos de inversión, en la Ley 27.641, artículo 1º.

3. FUNCIÓN ECONÓMICA DE LOS VIC, PRINCIPALES BENEFICIOS Y RIESGOS PARA LOS INVERSIONISTAS¹⁹, Y NATURALEZA DE LAS ACTIVIDADES RELACIONADAS CON LOS VIC

En el plano macroeconómico, los fondos de inversión son vehículos mediante los cuales se canalizan recursos de inversión hacia actividades productivas, para cumplir diversos propósitos sociales y económicos, que en el caso de las personas naturales van desde la conformación de reservas de precaución, pasando por la inversión en activos o proyectos particulares para obtener utilidades o beneficios económicos del capital invertido, hasta la jubilación del inversionista. Por su conducto se captan y acumulan grandes volúmenes de recursos, que son luego colocados en activos productivos, atendiendo así tanto las necesidades que dieron lugar a la creación del respectivo fondo como las de los agentes receptores de los recursos invertidos. De esta manera se facilita la inversión de recursos y la formación de ahorro y se genera una importante fuente de liquidez para los mercados de capitales, que contribuye a la profundización de estos²⁰.

Las principales actividades económicas desarrolladas mediante los fondos de inversión son la recepción de los aportes de los inversionistas, la inversión, reinversión, posesión, mantenimiento y negociación sobre valores y otros activos subyacentes, y el reembolso, rescate o redención de los aportes con el aumento por las utilidades o la reducción por las pérdidas que se obtengan.

La inversión a través de fondos les brinda a los inversionistas diversos beneficios, en particular:

¹⁹ Juan Carlos Varón Palomino, *Portafolios de inversión: la norma y el negocio*, Bogotá, Editorial Temis y Universidad de los Andes, 2008, pp. 3 a 10.

²⁰ La función de impulso al mercado de capitales mediante los VIC se ha desarrollado en distintos grados en los diversos países, siendo mayor su incidencia en mercados desarrollados como los de los Estados Unidos de América y los países de la Unión Europea. En la región latinoamericana se destaca el caso de Chile, al paso que en Colombia los fondos de inversión colectiva se han utilizado más como un instrumentos para la gestión de liquidez mediante la inversión en productos del mercado bancario, que como un instrumento de inversión en productos del mercado de capitales. Al respecto véase a Ana Fernanda Maiguaschca, *Una Visión de la Industria de Fondos de Inversión Colectiva en Colombia*, Asofiduciarias, Bogotá, 2016, p. 43 y 44. Disponible en <https://www.asofiduciarias.co/estudios/> [consulta: 15 de octubre de 2018].

- Diversificación de las fuentes de ingresos y de los riesgos y reducción de la volatilidad, mediante estrategias de inversión y manejo de riesgos técnicamente establecidas, balanceando la relación entre riesgo y retorno, de mejor manera que si el inversionista se enfrenta al mercado directamente. Al respecto, el Comité de Mercados Emergentes de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por la sigla en inglés [International Organization of Securities Commissions]) señala que los VIC “ofrecen un medio flexible, simple y conveniente para participar en el desarrollo de un país y su economía. Ofrecen al público en general y a los inversionistas que no tienen inversiones en ninguna empresa asesoría de inversión experta a un costo relativamente bajo y participación en oportunidades de inversión. Esto puede ser logrado por los inversionistas invirtiendo regularmente pequeñas cantidades y asegurando la diversificación de exposición a los riesgos porque sus recursos están invertidos en una amplia variedad de industrias. La inversión en esquemas de inversión colectiva le ofrece aún al pequeño inversionista una apreciación sólida de capital en el largo plazo, así como un crecimiento de ingreso y un interés indirecto en la propiedad de la riqueza del país”²¹.
- Liberación de las cargas de investigar y monitorear el comportamiento de los mercados en los cuales se invierten los recursos de los fondos, de tomar decisiones de inversión o desinversión en los activos correspondientes, y de administrar las inversiones adquiridas, tareas que debe cumplir el gestor del portafolio del VIC.
- Acceso a oportunidades de inversión a las que individualmente no tendría acceso el inversionista, aprovechamiento de una mayor capacidad de negociación en el mercado y aumento de la posibilidad de alcanzar rendimientos individuales mejores que los que normalmente podrían obtenerse de otras alternativas de productos financieros disponibles, como los depósitos de ahorro o a término en instituciones de depósito.
- Aprovechamiento de economías de escala en cuya virtud, a mayor volumen de recursos gestionados en un fondo, los costos de

²¹ International Organization of Securities Commissions, Emerging Markets Committee, *Collective Investment Schemes in Emerging Markets*, septiembre de 1996 [en línea]. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/ioscopd222.pdf> [consulta: 26 de mayo de 2016], p. 1. Traducción libre del autor.

administración se diluyen y la contribución de los inversionistas a su cubrimiento se torna marginal.

Al propio tiempo, la inversión a través de fondos entraña diversos riesgos para los inversionistas, quienes deben ser conscientes de que al colocar sus recursos en un fondo corren los riesgos inherentes a este y a los activos subyacentes que lo conformen.

Entre los riesgos que debe enfrentar el VIC y que pueden afectar al inversionista, resaltamos el riesgo de contraparte o contingencia de pérdida por el incumplimiento del emisor o contraparte en sus obligaciones; el riesgo de mercado, esto es, la contingencia de pérdida por la variación del precio de mercado de los activos en los cuales invierte el fondo, y el riesgo de liquidez, que consiste en la contingencia de pérdida al momento de hacer líquidas las inversiones del fondo. Así mismo, existe el riesgo operativo, asociado con fallas en el funcionamiento de las entidades administradoras, así como del distribuidor, del gestor externo de portafolio, y del custodio de activos del fondo, en su caso.

La identificación, el dimensionamiento y la gestión profesional de estos y otros riesgos propios de los fondos de inversión, son deberes primordiales de la entidad administradora (y en su caso del distribuidor y del gestor de portafolio, así como del custodio), conforme a las normas aplicables y los estándares de la industria en cada jurisdicción.

Por otra parte, se tiene que, a diferencia de los depósitos bancarios, las inversiones en VIC no son aseguradas por el Estado mediante los sistemas de seguro de depósitos, como los que proveen la Federal Deposit Insurance Corporation en los Estados Unidos de América, el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras en Colombia y otras agencias similares en los demás países estudiados.

Teniendo en cuenta lo expuesto, es muy importante que antes de vincularse a un VIC, el inversionista tenga una comprensión mínima de la naturaleza, las características y los riesgos del producto de inversión colectiva que le es ofrecido, y sus diferencias con respecto a otros productos financieros más tradicionales como son los bancarios, lo cual puede lograrse mediante el oportuno suministro de información y asesoría por parte del distribuidor²², y el estudio cuidadoso de la información recibida por parte del inversionista.

²² Nota del editor: en el capítulo I de esta parte de la obra se tratan los deberes de información y de asesoría de las entidades administradoras y distribuidoras de VIC, frente a los inversionistas.

Puesto en otras palabras, el distribuidor debe suministrarle al inversionista la información y la asesoría exigidas en la regulación, y el inversionista debe cumplir con su carga de diligencia consistente en informarse sobre los productos de inversión que piensa adquirir o emplear, indagando sobre las condiciones generales de la operación, los derechos, obligaciones, costos, exclusiones y restricciones aplicables al producto, y exigiendo las explicaciones verbales y escritas necesarias, precisas y suficientes que le posibiliten la toma de decisiones informadas²³.

En punto de la naturaleza de las actividades relacionadas con los VIC, se tiene que los fondos de inversión son en muchos casos emisores de valores, y que las actividades relacionadas con ellos (administración, gestión de portafolios, distribución y custodia de valores) son actividades del mercado de valores²⁴.

Los VIC propician la llamada “desintermediación financiera”, bajo la cual la oferta y la demanda de recursos encuentran canales de aproximación distintos de los propios de la actividad de intermediación financiera tradicional que realizan los bancos y otras instituciones de depósito. En este sentido, los VIC son una fuente de recursos para empresas con necesidades de liquidez, que pueden ser satisfechas mediante la venta de activos o de participaciones de capital a fondos de inversión, de manera que se amplían las opciones de financiación para todo tipo de empresas, más allá de las ofrecidas por los bancos.

Por otro aspecto, la gestión de los valores de propiedad de los fondos de inversión constituye una modalidad de intermediación en el mercado de valores, pues en su desarrollo los gestores, mediante las operaciones de adquisición y enajenación de valores que realizan, ponen en contacto la oferta y la demanda de ese tipo de bienes y, en

²³ Colombia, Ley 1328 de 2009 artículo 6, literal *b*. De manera similar, en los demás países de la muestra, los VIC son regulados por normas que forman parte del régimen del mercado de valores de cada país.

²⁴ En Colombia, la Ley 964 de 2005, artículo 3, literal *c*, califica la administración de fondos de valores, fondos de inversión, fondos mutuos de inversión, fondos comunes ordinarios y fondos comunes especiales (hoy fondos de inversión colectiva), como una actividad del mercado de valores. De análoga manera, el Decreto 1243 de 2013 regula la custodia de valores, incluidos los pertenecientes a fondos de inversión colectiva, caracterizándola como una actividad del mercado de valores (Decreto 2555 de 2010, art. 2.37.1.1.1.).

consecuencia, son catalogados como intermediarios de valores y están sujetos a las regulaciones y los deberes aplicables a estos en cuanto tales. En este campo, los gestores de portafolios de los VIC llevan a cabo actividades como la denominada *trading*, en la cual el gestor adquiere activos de agentes que desean desinvertir y los enajena a otros agentes interesados en invertir, buscando una utilidad entre el precio de adquisición y el precio de enajenación de los activos negociados.

4. FORMA LEGAL DE LOS VIC

Uno de los principios de la IOSCO sobre instituciones de inversión colectiva señala que los reguladores deben establecer normas que rijan la forma legal y la estructura de dichas instituciones, asegurando la segregación de los activos de los inversionistas respecto de los del administrador²⁵.

Este principio ha sido desarrollado en los países de la muestra mediante la adopción de diversas estructuras o formas jurídicas que, siguiendo al autor argentino Paolantonio²⁶, pueden sintetizarse así:

²⁵ International Organization of Securities Commissions, *Objectives and Principles of Securities Regulation, 2010* [en línea]. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf> [consulta: 23 de mayo de 2016]. Junio de 2010, principio 25. En el capítulo I de esta parte de la obra se presentan en detalle los principios de la IOSCO en materia de VIC.

²⁶ Martín Paolantonio, *Fondos comunes de inversión*, Buenos Aires, Depalma, 1994, p. 26 y 27. En el mismo sentido, el autor español Jesús Mardomingo Cozas anota, con referencia al caso español, que “[...] la inversión colectiva puede adoptar un doble formato jurídico: el societario, o el de patrimonio colectivo sin personalidad jurídica (fondo de inversión). En el primero de los supuestos el inversor/accionista adquiere una parte alícuota de una sociedad que, sujeta al régimen jurídico general del ámbito societario, debe respetar, igualmente, los requisitos establecidos por la Ley especial de IIC. Por su parte, las IIC de base fiduciaria, y carentes de personalidad jurídica se caracterizan por constituir un patrimonio colectivo, sin personalidad propia que, por tanto, necesitan un representante legal (gestora) que se encargue de la administración de aquél. Adicionalmente, se requerirá de la participación necesaria de un depositario de los valores representativos del patrimonio”. Véase “Las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero”, p. 9 [en línea], disponible en www.cuatrecasas.com, consultada el 20 de julio de 2016.

A) *Estructura societaria*

El VIC se organiza como una sociedad o corporación, con personería jurídica y patrimonio propio e independiente, por lo general del tipo de las sociedades anónimas.

Los inversionistas se vinculan a la compañía mediante la adquisición de participaciones de capital emitidas por ésta, usualmente bajo la forma de acciones (*shares of stock*) o de títulos de deuda. Con los recursos así obtenidos, la sociedad realiza las inversiones previstas en su política de inversión, que junto con los resultados obtenidos se distribuyen entre los inversionistas (accionistas) a prorrata de las acciones poseídas.

La administración puede ser adelantada por personal vinculado directamente a la sociedad para el efecto, o por otra entidad jurídica que cumple las funciones de administrador.

La estructura societaria ha sido adoptada en los Estados Unidos, España y México (de forma exclusiva).

B) *Estructura fiduciaria / patrimonio independiente*

Por mandato legal, el vehículo de inversión colectiva se crea y organiza como un patrimonio independiente, sin personería jurídica, que es operado por una entidad administradora.

Cada inversionista se vincula contractualmente con el administrador del vehículo de inversión colectiva, entrega a este los recursos que deben destinarse al portafolio colectivo, y adquiere participaciones, cuotas o unidades en él.

Los activos del VIC no hacen parte de los propios del administrador, ni constituyen prenda general de los acreedores de éste y, por ende, no pueden ser afectados por un eventual procedimiento de insolvencia u otra acción legal que se adelante contra el administrador.

La estructura de patrimonio independiente se presenta en Estados Unidos, Chile, Colombia²⁷ y Perú, entre otros países.

La tabla 1 resume las denominaciones de los VIC y las formas legales empleadas para los mismos en los países de la muestra.

²⁷ Ley 964 de 2005, artículo 68; Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.1.1.3.

Tabla 1. Denominaciones legales y formas legales de los vehículos de inversión colectiva

País	Denominaciones legales de los vehículos de inversión colectiva	Forma legal
Chile ²⁹	- Fondos mutuos - Fondos de inversión - Fondos de inversión privados	Patrimonio de afectación (independiente)
Colombia ³⁰	- Fondos de inversión colectiva (antes denominados carteras colectivas) - Fondos de capital privado	Patrimonio independiente
Estados Unidos ³¹	- <i>Investment companies</i> - <i>Mutual funds</i>	- Forma societaria (compañía de inversión) - Patrimonio independiente
España ³²	- Instituciones de inversión colectiva - Fondos de inversión - Sociedades de inversión	- Patrimonio independiente - Forma societaria
México ³³	Fondos de inversión o sociedades de inversión (sociedades anónimas de capital variable)	Forma societaria
Perú ³⁴	- Fondos mutuos de inversión en valores - Fondos de inversión	Patrimonio independiente

Fuente: elaboración propia del autor.

5. APORTES Y PARTICIPACIONES DEL INVERSIONISTA EN EL VIC

En el capítulo anterior se dejó dicho que la vinculación del inversionista al fondo de inversión se enmarca bajo una relación de naturaleza contractual entre este y la entidad administradora del fondo, que corresponde a un contrato que en Colombia se caracteriza por ser mercantil, innominado y atípico, consensual, principal, bilateral, oneroso, de ejecución sucesiva, *intuitu personae*, de adhesión, cuyo objeto consiste en la prestación del servicio especializado de administración

²⁸ Ley 20.712, arts. 1.º, lit. b, 28 y 29; DS 129 de 2014, art. 25.

²⁹ Decreto 2555 de 2010, art. 3.1.1.2.1.

³⁰ Investment Company Act, Sec. 3 (a)(1). Consultado en <http://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf> el 18 de enero de 2012.

³¹ Ley 35 de 2003 de Instituciones de inversión colectiva, art. 12.

³² Ley de Fondos de inversión, art. 5.

³³ Ley del Mercado de Valores de Perú. Dec- leg 861, art. 259.

de los dineros u otros activos entregados por el inversionista, en el fondo de inversión escogido, con sujeción a las reglas aplicables a este, teniendo como contraprestación económica el pago de la remuneración pactada a favor de la entidad administradora. Este contrato puede concebirse y explicarse como una modalidad de mandato de inversión y administración, sujeto a la regulación especial de cada jurisdicción, en la que se establecen el objeto, los derechos y deberes de las partes, la duración y la terminación de la relación negocial, y otros aspectos del negocio jurídico.

La vinculación de los inversionistas a los VIC implica la realización de uno o más aportes económicos por parte del inversionista al fondo de inversión escogido, en desarrollo del contrato celebrado con la entidad administradora. En este sentido, la realización del aporte corresponde al cumplimiento de una obligación de dar a cargo del inversionista, en el marco de la ejecución del contrato.

De ordinario, el aporte se lleva a cabo mediante la entrega de sumas de dinero por el inversionista al administrador del fondo (o en su caso al distribuidor facultado para recibir los aportes), cuyo importe se determina en función del precio de entrada aplicable en la fecha de realización de aporte, y se deposita en una cuenta bancaria cuyo titular es el fondo.

En algunas jurisdicciones se admite la posibilidad de aportes en especie, modalidad en la cual el inversionista transfiere al fondo determinados activos, por ejemplo, valores, instrumentos crediticios o inmuebles, por el valor que se establezca según la normativa y el reglamento del VIC³⁴.

A cambio de los aportes realizados, el inversionista adquiere participaciones, cuotas o unidades del fondo de inversión en el cual invierte, que representan una alícuota del patrimonio del fondo, susceptible de ser valorada económicamente en función del desempeño y los resultados de este, de modo tal que su valor depende de la valoración del portafolio de activos del fondo. La valoración de los portafolios y las participaciones de los fondos es una tarea de señalada importancia para el mercado, que debe cumplirse con apego a las normas técnicas que para el efecto dictan los reguladores.

³⁴ En Colombia, la posibilidad de realizar aportes en especie está reconocida en el Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.1.6.1, parágrafo 2.

En cuanto a la manera como se determina el precio de las participaciones de un fondo de inversión, un sector de la doctrina colombiana la explica en los siguientes términos³⁵:

La compra y venta de participaciones en los fondos de inversión abiertos se da al *net asset value* del fondo (NAV) (valor actual de los activos neto de pasivos), dividido por el número de participaciones, menos los costos de entrada o salida aplicables.

[...]

Localmente, la valoración de los FIC cerrados se debe realizar de la misma forma aplicable para los FIC abiertos. Sin embargo, en cualquier fondo cerrado la participación se puede determinar enajenando por debajo (*at a discount*) o por encima (*at a premium*) del NAV, pues su valor depende de la oferta y la demanda en el mercado secundario.

Por lo que hace a su naturaleza y negociabilidad, las participaciones emitidas por el fondo pueden o no tener la calidad de valores negociables, según que el fondo emisor sea cerrado o abierto. Por lo general, las participaciones en fondos de inversión cerrados tienen la calidad de valores negociables, lo cual le permite al inversionista su negociación en el mercado secundario, bursátil o extrabursátil, según sea el caso, al paso que las participaciones en fondos de inversión abiertos no suelen tener dicha calidad³⁶, habida cuenta de la posibilidad que el inversionista tiene de redimir primariamente su participación durante la vigencia del fondo abierto. Cuando el fondo de inversión tiene naturaleza societaria, los inversionistas adquieren sus acciones y estas normalmente se consideran valores negociables, como en el caso mexicano³⁷.

Las participaciones de un mismo fondo pueden ser de un solo tipo, iguales para todos los inversionistas, o de varios tipos y con características diferentes (*multi share fund*) para acomodar a distintos perfiles de inversionistas. Así, por ejemplo, pueden crearse participaciones diferentes en relación con las monedas de referencia (participaciones denominadas en dólares, en euros o en yenes, dirigidas a inversionistas ubicados en distintos países), o en relación con los costos

³⁵ Muñoz Jassir, Edgar Elías, y Sebastián Zapata Vieira, *Fondos de inversión colectiva*, en *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2018, pp. 366 y 367.

³⁶ Sin perjuicio de la posibilidad de que el inversionista ceda sus derechos contractuales bajo las reglas de la cesión de créditos o de cesión de posición contractual.

³⁷ Ley de Fondos de Inversión, artículo 5.º, inciso segundo.

del producto (participaciones con costos diferenciales según que se trate de inversionistas institucionales o de clientes inversionistas)³⁸, o participaciones principales y subordinadas para efectos del pago de rendimientos o capital.

A este respecto, la regulación colombiana establece que bajo un mismo reglamento y plan de inversiones los fondos de inversión colectiva pueden tener diferentes tipos de participaciones creadas de conformidad con los tipos de inversionistas que se vinculen al fondo, de modo tal que, sin perjuicio de la aplicación del principio de trato equitativo a los inversionistas que se encuentren en las mismas condiciones objetivas, cada tipo de participación puede otorgar derechos y obligaciones diferentes a los inversionistas que las adquieran, en aspectos tales como monto de las comisiones de administración y reglas para realizar los aportes y redimir las participaciones, disponiendo que cada tipo de participación dará lugar a un valor de unidad independiente³⁹.

En Perú, el total de cuotas de un fondo mutuo puede subagruparse en series. Las cuotas que integran una misma serie deben ser iguales, en tanto que la diferencia entre una y otra serie dentro de un mismo fondo mutuo solo puede estar referida a las comisiones a cargo del partícipe o del fondo, siempre y cuando éstas se justifiquen en: (a) diferentes estructuras de costos de la sociedad administradora debido a beneficios tributarios establecidos por ley; (b) condiciones o características particulares, debidamente sustentadas, referidas al proceso de suscripción o rescate; y (c) otros criterios de carácter general que establezca el Superintendente del Mercado de Valores. El establecimiento de una serie de cuotas no debe implicar un efecto negativo para otra serie o para el fondo en su conjunto. Las características de cada serie de cuotas deben detallarse en el prospecto simplificado del fondo mutuo. Los activos del fondo mutuo serán comunes para todas las series de cuotas dentro de un mismo fondo mutuo, y los límites de participación y los límites de inversión se consideran por cada fondo mutuo, no por cada serie⁴⁰.

El inversionista tiene derecho a redimir o rescatar las participaciones adquiridas, recibiendo su valor en dinero, al precio de salida, en las oportunidades, términos y condiciones fijados para el efecto en la normativa y en el reglamento del producto.

³⁸ Mark St Giles y Sally Buxton. *Managing Collective Investment Funds*, p. 36.

³⁹ Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.1.6.5.

⁴⁰ Resolución Conasev n.º 068-2010-EF/94.01.1, art. 82, modificado mediante la Resolución SMV n.º 008-2013-SMV/01.

6. CLASIFICACIÓN DE LOS VIC

Los VIC se clasifican en función de distintos criterios. En este capítulo tomamos en cuenta los criterios de liquidez primaria de las participaciones, cuotas o unidades; activos subyacentes, ámbito geográfico de operación y objetivo económico del fondo. Así mismo, hacemos referencia a la figura de las “familias de fondos”.

Importa anotar que en los distintos mercados se emplean otras categorías de VIC desarrolladas por los operadores, según la vocación inversora de los fondos, que facilitan la comprensión de las características de los productos y su consulta y comparación más objetivas. Así, por ejemplo, en España se emplean las categorías de fondos monetarios a corto plazo, monetarios, renta fija euro, renta fija internacional, renta fija mixta euro, renta fija mixta internacional, renta variable mixta euro, renta variable internacional, renta variable mixta internacional, IIC de gestión pasiva, garantizado de rendimiento fijo y garantizado de rendimiento variable. En Chile se manejan ocho tipos: fondo tipo 1: deuda de corto plazo con duración menor o igual a 90 días; fondo tipo 2: deuda de corto plazo con duración menor o igual a 365 días; fondo tipo 3: deuda de mediano y largo plazo; fondo tipo 4: balanceados o mixtos; fondo tipo 5: de capitalización; fondo tipo 6: de libre inversión; fondo tipo 7: estructurado o garantizado, y fondo tipo 8: dirigido a inversionistas calificados⁴¹.

A) Por la liquidez primaria de las participaciones en el VIC

El criterio de la liquidez primaria de las participaciones dice relación con el momento en el cual el inversionista puede pedir al administrador del fondo de inversión la redención, rescate o reembolso de las participaciones, cuotas o unidades adquiridas. En este contexto, el concepto de “liquidez primaria” refiere a la obligación del administrador de pagar al inversionista en dinero el valor de las participaciones, cuotas o unidades adquiridas, con recursos del fondo de inversión, por contraposición con la liquidez secundaria, que viene dada por la posibilidad de que el inversionista obtenga liquidez transfiriendo sus participaciones, cuotas o unidades a terceros en el mercado secundario,

⁴¹ AFI y Asofiduciarias, Transformación y evolución de la industria de FIC en Colombia: recomendaciones basadas en el caso español, Bogotá, 2017, pp. 27 y 33. Disponible en <https://www.asofiduciarias.org.co/estudios/>.

usualmente con descuento. En ese orden, se distinguen los fondos de inversión abiertos y los cerrados.

a) *Fondos de inversión abiertos*. En los fondos de inversión abiertos, el inversionista tiene derecho a redimir, rescatar o reembolsar primariamente sus participaciones durante la vigencia del fondo, previa solicitud en tal sentido formulada al administrador, quien está obligado a efectuar el pago correspondiente, en los términos y condiciones previstos en el reglamento del fondo respectivo.

Los fondos de inversión abiertos comprenden tanto aquellos a la vista —sucedáneos por este aspecto de los depósitos bancarios en cuenta corriente y de ahorros— como aquellos en los cuales el reglamento establece un plazo mínimo para redimir las participaciones, que son productos a plazo.

En los Estados Unidos de América, los fondos abiertos se denominan *open-end funds* o *mutual funds*, en los que los inversionistas pueden redimir sus participaciones en cualquier tiempo con sujeción al reglamento del fondo.

En España y los demás países de la Unión Europea, los fondos abiertos se ubican dentro de la clasificación de UCITS [*undertakings for collective investment in transferrable securities*].

En Chile, los fondos abiertos se denominan “fondos mutuos” (siguiendo la terminología estadounidense) y se definen como aquellos que permitan el rescate total y permanente de las cuotas, y que las paguen en un plazo inferior o igual a diez días⁴².

En Colombia, los fondos abiertos son aquellos fondos de inversión colectiva en los cuales la sociedad administradora está obligada a redimir las participaciones de los inversionistas en cualquier momento, durante la vigencia ellos, incluyendo aquellos en cuyo reglamento se acuerden pactos de permanencia mínima para la redención de participaciones de los inversionistas, caso en el cual deberá establecerse el cobro de penalidades por redenciones anticipadas, las cuales constituirán un ingreso para el respectivo fondo⁴³.

En México, los fondos de inversión abiertos son aquellos que tienen la obligación de recomprar las acciones representativas de su capital social o de amortizarlas con activos objeto de inversión integrantes

⁴² Ley 20.712, artículo 28.

⁴³ Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.1.2.3.

de su patrimonio, a menos que, conforme a los supuestos previstos en los prospectos, se suspenda en forma extraordinaria y temporal dicha recompra⁴⁴.

En Perú, las cuotas de los fondos mutuos deben ser rescatadas por la sociedad administradora cuando así lo solicite su titular, con sujeción a las limitaciones establecidas en el prospecto simplificado, reglamento de participación y el reglamento gubernamental⁴⁵.

Los fondos de inversión abiertos han tenido y tienen en la actualidad una participación mayoritaria en los mercados de los países latinoamericanos de la muestra.

b) *Fondos de inversión cerrados*. En los fondos de inversión cerrados el inversionista solo puede pedir al administrador la redención, rescate o reembolso de las participaciones, cuotas o unidades a la finalización del término de vigencia del fondo cuando éste se liquida, sin perjuicio de la posibilidad de negociarlas en el mercado secundario. También se consideran fondos cerrados aquellos en los cuales se establecen en el reglamento plazos determinados durante la vigencia del fondo para redimir las participaciones, por ejemplo, semestralmente o anualmente⁴⁶. En consecuencia, los fondos cerrados ofrecen menor liquidez al inversionista.

Los fondos de inversión cerrados facilitan el manejo del riesgo de liquidez, en la medida en que las redenciones, los rescates o reembolsos de sus participaciones se dan a lo largo del tiempo, de manera más predecible que en el caso de los fondos de inversión abiertos.

En los Estados Unidos de América, los fondos cerrados se denominan *closed-end funds*, en los que la redención de participaciones se sujeta a al acaecimiento de un plazo o al cumplimiento de condiciones predeterminadas

⁴⁴ Ley de Fondos de Inversión, artículo 7.º.

⁴⁵ Resolución Conasev n.º 068-2010-EF/94.01.1, artículo 96.

⁴⁶ En Colombia, el Decreto 2175 de 2007 reconocía la modalidad de cartera colectiva “escalonada”, caracterizada porque la redención de las participaciones sólo se podía realizar una vez transcurrieran los plazos que para el efecto se hubieran determinado en el reglamento, y el plazo mínimo de redención no podía ser inferior a treinta días comunes. Esta modalidad fue derogada por el Decreto 1242 de 2013, bajo el cual este producto puede estructurarse como fondo de inversión colectiva cerrado con plazos de redención, o como fondo de inversión colectiva abierto con plazo de permanencia.

En Chile, los fondos cerrados se denominan “fondos de inversión” y en términos de regulación se caracterizan como aquellos que no sean fondos mutuos⁴⁷. Un aspecto interesante de la regulación chilena es el requerimiento de distribución mínima de dividendos, conforme al cual los fondos de inversión deben distribuir anualmente como dividendos a los aportantes, a lo menos, el 30% de los beneficios netos percibidos durante el ejercicio, debiendo quedar establecidas en el reglamento interno las demás características de sus políticas al respecto. Cualquier disposición del reglamento interno o acuerdo de la asamblea de aportantes que sean contrarios a esta disposición no producirán efecto alguno, debiendo la administradora cumplir en todo caso con el referido deber de distribución. Cuando el reglamento interno establezca el deber de distribuir dividendos por un porcentaje superior al fijado en la regulación, la administradora deberá distribuirlos conforme a lo establecido en el reglamento interno⁴⁸.

En Colombia, se consideran cerrados los fondos de inversión colectiva en los que la sociedad administradora únicamente está obligada a redimir las participaciones de los inversionistas al final del plazo previsto para la duración del fondo de inversión colectiva, y se reconoce la posibilidad de crear fondos cerrados en los cuales se establezcan plazos determinados para realizar la redención de las participaciones, los cuales deberán estar previamente determinados en el reglamento, en cuyo caso el plazo mínimo de redención de las participaciones no podrá ser inferior a treinta días comunes⁴⁹.

En México, los fondos de inversión cerrados se definen como aquellos que tienen prohibido recomprar las acciones representativas de su capital social y amortizar acciones con activos objeto de inversión integrantes de su patrimonio, a menos que sus acciones se coticen en una bolsa de valores, supuesto en el cual se ajustarán en la recompra de acciones propias a lo establecido en la Ley del Mercado de Valores⁵⁰.

B) *Por el activo objeto de inversión*

a) *Fondos de inversión cuyo activo subyacente son valores.* Los fondos de inversión en valores destinan sus recursos a la adquisición

⁴⁷ Ley 20.712, artículo 29.

⁴⁸ *Ibidem*, artículo 80.

⁴⁹ Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.1.2.4.

⁵⁰ Ley de Fondos de Inversión, artículo 7.º.

de activos o instrumentos financieros catalogados como valores en la respectiva jurisdicción⁵¹, tales como:

- Acciones;
- Bonos;
- Papeles comerciales;
- Títulos emitidos en desarrollo de procesos de titularización;
- Títulos de deuda pública;
- Instrumentos derivados estandarizados y negociables en mercados organizados; y
- Otros activos o instrumentos financieros legalmente catalogados como valores.

Estos fondos pueden invertir en portafolios de valores de renta fija, de renta variable o mixtos (balanceados), y se constituyen en fuentes importantes de liquidez para el mercado, en la medida en que habitualmente adquieren y negocian valores tanto en el segmento primario como en el secundario.

En México, la ley distingue entre los fondos de inversión de renta variable y los fondos de inversión en instrumentos de deuda, como tipos de fondos distintos⁵².

b) *Fondos de inversión cuyo activo subyacente son activos crediticios*. Estos fondos invierten sus recursos en instrumentos financieros representativos de créditos dinerarios, distintos de valores, tales como:

- Facturas y otros títulos-valores de contenido crediticio;
- Libranzas;
- Derechos económicos originados en contratos;
- Actas de obra y actas de conciliación; y
- Sentencias judiciales y laudos arbitrales.

Los fondos que invierten en activos crediticios constituyen una fuente de liquidez para los originadores de tales activos, y les permiten a los inversionistas diversificar sus ingresos y riesgos invirtiendo en

⁵¹ Nota del editor: En el capítulo II de la parte I de esta obra colectiva, el lector encontrará un completo estudio sobre los valores y otros activos negociables en el mercado de valores.

⁵² Ley de Fondos de Inversión, artículo 6.º.

instrumentos financieros con naturaleza y características distintas de los valores. En Colombia, tales fondos se suelen denominar fondos de *factoring*.

c) *Fondos de inversión cuyo activo subyacente son activos inmobiliarios*. Los fondos inmobiliarios tienen como antecedente la figura estadounidense de los REIT, asociada con la institución legal del *Real Estate Investment Trust*, introducida en los Estados Unidos en el año 1960, mediante la Real Estate Investment Trust Act⁵³.

Desde su creación, la industria de REIT se ha convertido en un segmento importante de la economía estadounidense y de sus mercados de inversión: en el año 2013 habían alcanzado una capitalización superior a USD 200 billones⁵⁴.

El REIT es un vehículo de inversión colectiva que permite al público inversionista en general participar en portafolios de activos inmobiliarios, mediante la adquisición de títulos negociables (*securities*) emitidos con cargo al vehículo, que pueden negociarse en mercados organizados, con ciertas ventajas tributarias⁵⁵.

En consecuencia, no existen cualificaciones especiales para los inversionistas en REIT, dado lo cual tanto las personas naturales como los inversionistas institucionales pueden invertir recursos en dichos vehículos, y tampoco existe un requerimiento legal de inversión mínima para comprar estos títulos. El inversionista puede adquirir el título ya sea mediante el aporte de dinero o bien aportando activos inmobiliarios a cambio de los títulos.

Los inversionistas institucionales estadounidenses han contribuido de manera importante a la profundización de la inversión en el sector inmobiliario, de modo tal que para febrero de 2011 los fondos de pensiones de Estados Unidos habían colocado en REIT alrededor de USD 500.000 millones, y en el caso particular de Calders, el fondo de

⁵³ Modificado por la REIT Modernization Act de 1999 y la REIT Improvement Act de 2004. Cfr. Internal Revenue Code, section 856.

⁵⁴ www.nareit.com, consultada el 8 de junio de 2014.

⁵⁵ Puntualmente, el REIT puede deducir los dividendos pagados a sus inversionistas de su impuesto de renta corporativo, dado lo cual la mayoría de los REIT suele trasladar la totalidad de su ingreso gravable a los inversionistas, a título de dividendos, y no pagan el impuesto de renta corporativo. Por su parte, los inversionistas pagan impuestos sobre los dividendos recibidos y las ganancias de capital. El tratamiento tributario especial es un elemento fundamental de la figura del REIT, tal y como ha sido concebida e implementada en los Estados Unidos, y constituye un aspecto atractivo para los inversionistas.

pensiones públicas más grande de ese país, las inversiones en este tipo de activos ascendían a USD 228.000 millones⁵⁶. Estos datos permiten poner de presente la posibilidad que existe en los países latinoamericanos para que los fondos de pensiones y similares inviertan parte de sus recursos en fondos inmobiliarios, diversifiquen así sus tenencias y riesgos y aporten al desarrollo sostenible de los mercados inmobiliarios.

Teniendo en cuenta el referente antes mencionado, los fondos inmobiliarios de los países latinoamericanos de la muestra invierten sus recursos mayoritariamente (aunque no exclusivamente⁵⁷) en activos de naturaleza inmobiliaria o vinculados con bienes raíces, tales como:

- Bienes inmuebles no desarrollados (lotes);
- Bienes inmuebles terminados y productivos, como viviendas, oficinas, locales comerciales o industriales, hoteles, entre otros;
- Proyectos inmobiliarios (construcción, renovación, o remodelación de bienes inmuebles);
- Instrumentos financieros vinculados con bienes inmuebles o proyectos inmobiliarios, como créditos hipotecarios, títulos emitidos en procesos de titularización inmobiliaria, o derechos fiduciarios o de participación en fideicomisos inmobiliarios.

La inversión en activos inmobiliarios puede realizarse de manera directa por el fondo, por ejemplo, compra directa de un bien inmueble, o de manera indirecta a través de otros vehículos jurídicos de propósito especial, conforme a lo que la regulación de cada país permita.

Así, por ejemplo, en Chile los fondos pueden concurrir a la constitución de sociedades para el cumplimiento de sus objetivos de inversión⁵⁸.

En Colombia, los fondos de inversión colectiva inmobiliaria deben tener una concentración mínima en los activos inmobiliarios autorizados, equivalente al 75% de los activos totales del fondo, y, conforme a su reglamento, pueden invertir en acciones o cuotas de interés social emitidas por compañías nacionales o extranjeras cuyo objeto exclusivo

⁵⁶ Asociación Nacional de Industriales, *Comentario Económico del día, Inversión institucional en el sector inmobiliario colombiano*, 20 de abril de 2011 [en línea]. Disponible en [consulta: 26 de mayo de 2016].

⁵⁷ Los fondos inmobiliarios suelen invertir una parte de sus recursos en activos líquidos, como cuentas bancarias o depósitos a término, que les permiten mantener la liquidez necesaria para su funcionamiento.

⁵⁸ Ley 20.712, artículo 64.

sea la inversión en bienes inmuebles o en proyectos inmobiliarios, siempre y cuando el fondo inversionista tenga la calidad de accionista o socio único o mayoritario de la compañía receptora de la inversión, salvo que ésta se encuentre enlistada en una bolsa de valores autorizada o reconocida por la Superintendencia Financiera de Colombia, en cuyo caso la participación podrá ser minoritaria; así mismo, pueden invertir en participaciones en otros fondos de inversión colectiva inmobiliarios locales; en participaciones en fondos de inversión inmobiliarios del exterior que tengan características análogas a las previstas en la ley colombiana para los fondos inmobiliarios, y en derechos fiduciarios de patrimonios autónomos conformados por bienes inmuebles o que tengan por finalidad el desarrollo de proyectos inmobiliarios⁵⁹.

d) *Fondos bursátiles o ETF*. Los fondos bursátiles (conocidos internacionalmente como *Exchange Traded Funds* o ETF) fueron introducidos en Canadá y en los Estados Unidos durante la década de 1990, inicialmente como productos dirigidos a inversionistas institucionales, y con el tiempo se han ido masificando.

Los ETF son fondos de inversión cuyo objetivo consiste en replicar o seguir un índice bursátil nacional o internacional, mediante la constitución de un portafolio integrado por algunos o todos los valores que hagan parte de la canasta que conforma el índice escogido⁶⁰. El portafolio también podrá estar conformado por derivados estandarizados cuyos subyacentes hagan parte de la canasta que conforma el índice.

El ETF le permite al inversionista participar en inversiones bursátiles, nacionales o internacionales, obteniendo rápidamente exposición a los mercados mediante un producto de inversión que se transa en una bolsa de valores.

Los ETF operan sobre la base del enfoque de inversión denominado *indexed* o *tracker investment style*. Según este enfoque, la diversificación de un portafolio de inversiones bursátiles y la mitigación del riesgo específico de volatilidad de sus activos pueden optimizarse haciendo que el portafolio replique la conformación de un índice bursátil determinado (p. ej., el S&P 500 en Estados Unidos, o el FTSE 100 en el Reino Unido), de modo tal que cuanto mayor sea la similitud entre la composición del portafolio y la del índice escogido, aquél seguirá

⁵⁹ Decreto 2555 de 2010, arts. 3.5.1.1.1, y 3.5.1.1.2.

⁶⁰ Colombia, Decreto 2555, artículo 3.4.1.1.2.

más exactamente los movimientos de este, dejando al portafolio expuesto solo al riesgo sistémico⁶¹.

Dentro de los atributos de los ETF se resaltan la transparencia en el precio y en la información, bajos costos, simplicidad, diversificación —en activos y monedas de referencia— y liquidez, donde la liquidez de las participaciones en el ETF depende de la liquidez de los valores subyacentes.

Los ETF son productos que pueden utilizar, entre otros, los gestores de fondos de inversión para procurar niveles adecuados de diversificación, teniendo en cuenta la política de inversión de los fondos gestionados.

e) *Fondos de inversión cuyo activo subyacente son participaciones en otros fondos de inversión (“fondos de fondos”)*. Dentro de las posibles estrategias de inversión que pueden adoptarse para un VIC, en tanto la regulación aplicable lo permita, está la consistente en invertir los recursos aportados por los inversionistas en participaciones, cuotas o unidades de otros fondos de inversión, que pueden ser nacionales o internacionales, lo cual da lugar a lo que se conoce como “fondos de fondos”. De esta manera se aprovecha la oferta de fondos para brindar al inversionista productos de inversión diversificados.

En Perú, se define como aquel tipo de fondo mutuo que conforme a su política de inversión invierte al menos el 75% de su cartera en cuotas de participación de otros fondos mutuos, pudiendo invertir en un único fondo mutuo⁶².

Conforme a la política de inversión definida, el portafolio de un fondo de fondos puede conformarse con participaciones en fondos de inversión nacionales o internacionales, o una mezcla de ambos, según los tipos de activos subyacentes incluidos en la estrategia.

⁶¹ Mark St Giles y Sally Buxton. *Managing Collective Investment Funds*, Somerton, Cadogan Financial 2013, pp. 73 y 74. El riesgo sistémico es el asociado con la incertidumbre inherente a las circunstancias políticas y económicas fuera del control del gestor del portafolio, tales como cambios en la tasa de cambio, tasa de interés, regulación e impuestos, entre otros. El riesgo específico es el riesgo inherente a la volatilidad del precio de un activo en particular, contra otros activos o contra un promedio de los activos de una misma clase y sus retornos esperados (medido por el *capital asset pricing model*).

⁶² Resolución Conasev n.º 068-2010-EF/94.01.1, artículo 68, modificado mediante la Resolución SMV n.º 008-2013-SMV/01.

Por lo que hace a su estructura, los fondos de fondos pueden organizarse a partir de un fondo que capta los recursos de los inversionistas e invierte en otros fondos (*feeder fund*), siendo tanto aquél como estos fondos independientes y separados, manejados por un mismo administrador o por distintos administradores, o bajo la modalidad conocida como “fondos sombrilla” (*umbrella funds*), en la cual existe un fondo único que tiene diversos subfondos, cada uno con políticas de inversión y portafolios diferentes⁶³.

Entre las ventajas de los productos de fondos de fondos se anota que permiten lograr una diversificación considerable por mercados o sectores económicos, así como entre los diversos gestores de fondos, escogiendo los de mejor trayectoria de desempeño (en inglés, *best of breed*), y entre sus posibles desventajas se tiene la del doble cobro de comisiones, derivado de la circunstancia de que tanto el administrador del fondo de fondos como los administradores de los fondos en los cuales este invierte cobran sus respectivas comisiones, lo cual puede mitigarse si los fondos son manejados por el mismo administrador⁶⁴.

f) *Fondos de capital privado o capital de riesgo*. Los fondos de capital privado —también denominados fondos de inversión privados o fondos de capital de riesgo— invierten sus recursos en activos o emprendimientos productivos, tales como nuevas empresas, empresas en marcha u otros activos productivos, incluso en proyectos de infraestructura pública.

En el ámbito internacional se observa una nomenclatura en la cual los fondos privados que invierten en la adquisición de compañías listadas en bolsa se conocen como *private equity funds*, y los que invierten en el capital de compañías no enlistadas y nuevos emprendimientos se denominan *venture capital funds*, al paso que aquellos fondos que invierten en otras oportunidades de inversión, como las asociadas con divisas, *commodities*, y derivados financieros no estandarizados se llaman *hedge funds*⁶⁵. Los *hedge funds* son de ordinario ofrecidos

⁶³ St Giles y Buxton, op. cit., p. 35. En Colombia, el Decreto 2175 de 2007 autorizó la creación de carteras colectivas por compartimentos, modalidad en la cual un mismo fondo podía tener varios compartimentos con diferentes políticas de inversión y activos, tratamiento que corresponde al concepto de “fondo sombrilla”; sin embargo, esta figura no quedó incluida en el Decreto 1242 de 2013, pero en cambio de ello es posible emplear la figura de “familia de fondos”, dentro del ámbito delimitado por la normativa.

⁶⁴ Ibidem, pp. 194 y 195.

⁶⁵ Ibidem, p. 192.

a inversionistas profesionales y se caracterizan por tener estrategias agresivas de inversión, políticas de inversión flexibles, estructuras legales diversas y niveles bajos de transparencia⁶⁶.

En Colombia, los fondos de capital privado se definen como “fondos de inversión colectiva cerrados que deben destinar al menos las dos terceras partes (2/3) de los aportes de sus inversionistas a la adquisición de activos o derechos de contenido económico diferentes a valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE”⁶⁷.

Este tipo de vehículo tiene una función residual, en la medida en que permite estructurar mecanismos de inversión para financiar activos o proyectos distintos de los que pueden ser manejados a través de otros fondos regulados (de valores, de activos inmobiliarios).

Las participaciones en los fondos de capital privado pueden o no ser negociables, dependiendo de si se tiene o no el interés de captar recursos del público inversionista —de ser así, se deberán cumplir los requisitos de regulación establecidos en la respectiva jurisdicción para poder ofrecer el fondo al público—, o también de si los inversionistas iniciales desean mantener su inversión hasta el vencimiento, o poderla negociar eventualmente en el mercado secundario durante la vigencia del fondo.

En Chile, el ordenamiento reconoce los fondos de inversión privados, que se definen como aquellos que tengan menos de cincuenta partícipes que no sean integrantes de una misma familia. Los fondos de inversión privados no están sometidos a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros, pero deben ser auditados anualmente por empresas de auditoría externa de aquellas inscritas en el registro que al efecto lleva dicha superintendencia⁶⁸, y las administradoras deben presentar a esta la información sobre identificación del fondo y de los partícipes de éste, monto de los aportes y valor de los activos, y toda aquella que la autoridad de supervisión requiera para determinar si los fondos de inversión privados cumplen las condiciones que los hacen regirse por las normas de los fondos fiscalizados, si dan cumplimiento

⁶⁶ Francois Serge Lhabitant. *Handbook of Hedge Funds*, John Wiley & Sons, Ltd., Wiley Finance Series, 2006, pp. 25 a 28.

⁶⁷ Decreto 2555, artículo 3.3.2.1.1. Mediante el Decreto 1984 de 2018, el Gobierno Nacional expidió un cuerpo normativo único para los fondos de capital privado, el cual quedó contenido en el libro 3 de la parte 3 del Decreto 2555 de 2010, artículos 3.3.1.1.1 y siguientes.

⁶⁸ Ley 20.712, artículo 87.

a las obligaciones de ley, o para supervisar las operaciones que éstos hacen con aquellos, esto último, en caso de fondos administrados por la misma administradora o los relacionados a ésta⁶⁹.

Después de transcurrido un año contado desde la creación del fondo de inversión privado, y mientras se encuentre vigente, éste deberá tener al menos cuatro aportantes no relacionados entre sí, y ninguno de ellos podrá tener menos de un 10% de las cuotas pagadas del fondo. Esta restricción no se aplica si, al cabo de dicho plazo y mientras se encuentre vigente, el fondo cuenta entre sus aportantes con uno o más inversionistas institucionales que tengan a lo menos un 50% de las cuotas pagadas del fondo⁷⁰.

Los fondos de inversión privados pueden ser administrados por las administradoras de fondos fiscalizados por la Superintendencia de Valores y Seguros, o por sociedades anónimas cerradas inscritas en el registro de entidades informantes que lleva dicha superintendencia, de conformidad a lo dispuesto en el artículo 7.º de la ley n.º 18.045, y quedarán sujetas a las obligaciones de información que ésta establezca mediante norma de carácter general. En este último caso, en el nombre de esas sociedades anónimas cerradas y en cualquier documentación que emitan, no podrán utilizar la expresión “administradora general de fondos”⁷¹.

Salvo disposición expresa en contrario, los fondos de inversión privados se rigen exclusivamente por las disposiciones contenidas en sus reglamentos internos y por las normas especiales del capítulo V del título I de la Ley 20.712, no quedando sujetos a las normas de los capítulos precedentes, con excepción de las prohibiciones dispuestas en el artículo 57 y el requerimiento de distribución mínima de dividendos establecido en el artículo 80⁷². Con todo, si el fondo de inversión privado deja de cumplir la condición relativa al número de aportantes, el fondo y sus administradoras quedarán sujetos a todas las disposiciones contenidas en la ley de fondos⁷³.

La ley prohíbe hacer oferta pública de las cuotas de fondos de inversión privados, así como hacer publicidad o promocionar públicamente

⁶⁹ Ibidem, artículo 94.

⁷⁰ Ibidem, artículo 92.

⁷¹ Ibidem, artículo 90.

⁷² Ibidem, artículos 84 y 85.

⁷³ Ibidem, artículo 89.

el servicio de administración de ellos, y promocionar públicamente información respecto de la rentabilidad o inversiones que se obtengan o realicen este tipo de fondos⁷⁴.

Los fondos de inversión privados no pueden realizar transacciones u operaciones con otros fondos, salvo que sean administrados por sociedades que no sean relacionadas entre sí⁷⁵.

En México, el ordenamiento regula los fondos de inversión de capitales, que operan preponderantemente con activos objeto de inversión cuya naturaleza corresponda a acciones o partes sociales, obligaciones y bonos a cargo de “empresas promovidas” por el propio fondo de inversión⁷⁶. La expresión “empresas promovidas” se define como “las sociedades nacionales o extranjeras, que celebren un contrato de promoción con algún fondo de inversión de capitales a fin de obtener recursos de mediano y largo plazo, para generar, directa o indirectamente, actividad económica, industrial, comercial o de servicios en el país”⁷⁷.

Los fondos de inversión de capitales deben celebrar con cada una de las empresas promovidas un contrato de promoción que tendrá por objeto la estipulación de las condiciones a las que se sujetará la inversión y que deberá reunir los requisitos mínimos siguientes: (a) la determinación del porcentaje de acciones y, en su caso, instrumentos de deuda a cargo de la empresa promovida que estará en posibilidad de adquirir el fondo de inversión de capitales, en consistencia con lo establecido en el prospecto de información al público inversionista; (b) el motivo o fin que se persigue con la inversión; (c) el plazo objetivo de la inversión; (d) los mecanismos de desinversión posibles de acuerdo a las características de la propia inversión; (e) las prohibiciones que, en su caso, se hubieren previsto en el prospecto de información al público inversionista, a las que deberán sujetarse las empresas promovidas; (f) las condiciones para la terminación anticipada o la rescisión del contrato de promoción, y (g) la forma y términos en que las empresas promovidas deberán proporcionar información al fondo de inversión de capitales, así como la obligación de las empresas promovidas de proporcionar información que al efecto le solicite a esta última, el propio fondo de inversión o la Comisión Nacional Bancaria y de Valores⁷⁸.

⁷⁴ Ibidem, artículo 93.

⁷⁵ Ibidem, artículo 88.

⁷⁶ México, Ley de Fondos de Inversión, artículo 26.

⁷⁷ Ibidem, artículo 2, fracción VI.

⁷⁸ Ibidem, artículo 28.

La tenencia de las acciones de empresas que hayan tenido el carácter de empresas promovidas está sujeta a un plazo no mayor de cinco años, a fin de que el fondo de inversión de capitales de que se trate desincorpore de su activo la referida inversión⁷⁹.

Por lo que hace al desarrollo de la industria en los países latinoamericanos de la muestra, se tiene que en general se encuentra aún en su etapa de desarrollo, con bajos niveles de penetración en las economías y, por tanto, con buen potencial de crecimiento. Para el año 2017, en Chile se habían constituido aproximadamente 45 fondos, de perfil minero, agrícolas, tecnologías de la información, biotecnologías y otros; en Colombia se habían creado en total 103 fondos, de los cuales 95 estaban en operación, enfocados en estrategias de adquisición / crecimiento, infraestructura, impacto, inmobiliario, capital emprendedor y recursos naturales; en México, la Asociación Mexicana de Capital Privado, representaba más de 110 firmas de capital privado (capital emprendedor, capital de crecimiento, deuda privada, bienes raíces, infraestructura y energía, fondos de fondos, oficinas de familia y fondos de búsqueda), y en Perú se habían constituido unos 33 fondos⁸⁰.

C) *Por su ámbito geográfico de operación*

a) *Fondos de inversión locales o nacionales*. Los fondos de inversión locales o nacionales (también conocidos como “fondos *onshore*”) operan en una sola jurisdicción, vale decir, captan sus recursos en la moneda local y los invierten en activos ubicados en esa misma jurisdicción. Esta clase de fondos predomina en la mayoría de los mercados de los países de la muestra.

b) *Fondos de inversión internacionales*. Los fondos de inversión internacionales (también conocidos como “fondos *offshore*”) captan sus recursos en uno o más países y los invierten en activos ubicados en uno o más países distintos, generando así portafolios diversificados no solo por clases de activos sino también por su ubicación geográfica. La denominación fondos *offshore* también se usa para hacer referencia a fondos domiciliados en jurisdicciones con tratamientos tributarios más favorables.

⁷⁹ Ibidem, artículo 29.

⁸⁰ Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado (Colcapital), “Fortaleciendo la economía colombiana – Evolución y análisis de la industria de fondos de capital privado, reporte 2017”, p. 42, y secciones 2 y 11. Disponible en <https://www.colcapital.org/estudios-de-la-industria> [consulta: 15 de octubre de 2018].

D) *Por el objetivo económico del fondo*

En general, todo fondo de inversión busca maximizar los rendimientos económicos para sus inversionistas, según la política de inversión adoptada. Sin embargo, es posible distinguir entre diversos objetivos económicos que pueden perseguirse, en particular respecto de la preservación del capital o el crecimiento patrimonial, según el perfil de riesgo de los inversionistas. Así mismo, en los países más desarrollados existe la tendencia a emplear los VIC como una herramienta para la realización de inversiones socialmente responsables e inversiones en emprendimientos ambientalmente sostenibles (en inglés, *green investments*).

Los fondos de preservación del capital suelen tener portafolios conformados con activos calificados como de bajo riesgo, por ejemplo, fondos de mercado monetario, que invierten en títulos de deuda pública y aseguran el mantenimiento del valor real del capital, cubriendo el efecto de la inflación y generando un rendimiento de mercado bajo. Estos fondos están destinados a inversionistas conservadores con bajo nivel de tolerancia al riesgo.

Por otra parte, en los fondos de crecimiento patrimonial los recursos se destinan a la inversión en activos con mayores niveles de riesgo, aparejados con la expectativa de rendimientos superiores, por ejemplo, acciones, divisas, instrumentos financieros no tradicionales, o proyectos inmobiliarios. Las estrategias de crecimiento del capital pueden ser más o menos agresivas, hasta llegar incluso a la inversión en activos abiertamente especulativos con riesgo elevado de pérdida del capital, por ejemplo, derivados financieros, acciones de empresas nuevas, y los denominados “bonos basura”. Estos fondos se ofrecen a inversionistas con niveles altos de tolerancia al riesgo.

Por otra parte, los VIC se pueden emplear para la realización de inversiones no solamente rentables sino socialmente responsables, en el marco de la responsabilidad social de las empresas. A este respecto señala Laura Albareda⁸¹:

Se suelen denominar inversiones socialmente responsables (ISR) aquellas inversiones que pretenden no tan sólo obtener una rentabilidad adecuada, sino que incorporan otros criterios a la hora de

⁸¹ Laura. Albareda, “La aplicación de los criterios negativos (*screening*) en las instituciones de inversión colectiva (IIC) socialmente responsables gestionadas en España - Año 2001”, en *Papeles de Ética, Economía y Dirección* n.º 8, 2003, p. 2.

decidir sus inversiones. Lo que las caracteriza es que la selección de sus carteras es el resultado de una valoración de las empresas según criterios económicos, sociales y medioambientales. No se trata, pues, de nuevas formas de caridad o de donativos. Hablamos de inversiones que, como el resto, buscan rentabilidad. Pero no rentabilidad a cualquier precio. Se ha dicho que se trata de obtener *value with values*.

En toda Europa se constata una progresiva evolución de los inversores hacia actitudes inversoras más responsables. En la última década, en el ámbito europeo y especialmente en los países anglosajones, invertir teniendo en cuenta la dimensión social, medioambiental y ética de las políticas y actuaciones empresariales se ha convertido en el objetivo de un ya significativo número de inversores.

Y más adelante agrega la misma autora⁸²:

Uno de los mecanismos institucionales que están promoviendo las ISR en el ámbito político es la reforma de las diferentes legislaciones de las IIC y de los planes y fondos de pensiones a fin de introducir diferentes medidas, obligatorias o voluntarias, para que estas IIC adopten políticas de preselección de las carteras a partir de criterios sociales y ecológicos. El país pionero de esta reforma es el Reino Unido. Hoy encontramos legislaciones favorables en diferentes países europeos: Alemania, Francia, Suecia y Bélgica. El citado mecanismo se ha convertido en uno de los impulsos más importantes que han recibido el crecimiento futuro de las inversiones éticas.

[...]

Los elementos que configuran una IIC socialmente responsable son los mismos que estructuran una IIC normal, pero se les añaden los mecanismos que permiten realizar la preselección del catálogo de valores invertibles a partir de los criterios sociales, éticos y medioambientales definidos en la política de inversión ética de cada IIC. Dicha política de inversión incluye una lista de criterios, negativos o positivos. La definición de estos criterios debe ir acompañada de los indicadores concretos a partir de los cuales se hacen operativos y permiten incluir o excluir las empresas.

⁸² Ibidem, pp. 5 y 6.

E) *Familias de fondos*

El concepto de “familia de fondos” es un elemento de la arquitectura de la industria de VIC, que permite agrupar varios fondos de características similares, por ejemplo, por el tipo de activos en los cuales se invierte, o por los riesgos inherentes a los fondos agrupados. Así, pues, cada familia de fondos consiste en dos o más fondos que se agrupan en función de ciertos factores o características comunes, que son definidos por el estructurador. Este concepto es similar al de “umbrella fund”, conocido en el mundo anglosajón.

Las familias de fondos facilitan la comercialización de los productos de inversión agrupados, ofreciendo a los inversionistas distintas opciones para invertir en activos de naturaleza similar pero con diferentes estructuras de riesgo y retorno, por ejemplo, una familia de fondos inmobiliarios, en la cual uno de los fondos invierte en inmuebles arrendados a arrendatarios institucionales, otro invierte en proyectos inmobiliarios destinados a hoteles, y otro invierte en proyectos de construcción de vivienda, de modo tal que el inversionista pueda invertir simultáneamente en varios fondos, o trasladarse de un fondo a otro fondo de la misma familia, fácilmente y a bajo costo.

También puede emplearse esta figura para agrupar productos que invierten en un mismo tipo de activo pero con plazos de redención de las inversiones distintos —por ejemplo, una familia de fondos destinados a la inversión en préstamos hipotecarios, donde uno de los fondos tiene plazo de redención de las participaciones a un año, otro fondo a tres años, otro fondo a cinco años.

Así mismo, es posible concebir familias cuyos fondos inviertan en activos de naturaleza distinta pero con determinadas características comunes, por ejemplo, de riesgos de los activos subyacentes.

El inversionista tiene de ordinario la posibilidad de invertir en uno o más de los fondos de una determinada familia, y así mismo puede combinar las inversiones que haga en estos con otras realizadas en fondos que no forman parte de esa familia pero que son manejados por el mismo administrador.

La posibilidad de configurar familias de fondos depende de la regulación de cada país. En el caso colombiano, la normativa refiere expresamente a las familias de fondos de inversión colectiva y las autoriza solo para: (1) fondos de inversión colectiva cuyos activos estén constituidos por valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y

Emisores o se encuentren listados en sistemas de cotización de valores del extranjero, siempre y cuando no haya operaciones de naturaleza apalancada; (2) fondos bursátiles que repliquen o sigan índices de mercados reconocidos por la Superintendencia Financiera de Colombia, siempre y cuando no haya operaciones de naturaleza apalancada; y (3) fondos de inversión colectiva inmobiliarios que cumplan los requisitos exigidos por dicha superintendencia en cuanto a la destinación de los inmuebles y proyectos inmobiliarios en los que se han de invertir los recursos, precisando que una familia de fondos de inversión colectiva no podrá estar conformada por otras familias de fondos de inversión colectiva⁸³.

Este régimen facilita la creación de los fondos de inversión colectiva pertenecientes a las familias ya autorizados, en la medida en que la Superintendencia Financiera de Colombia autoriza en un principio el reglamento marco de la familia y el reglamento del primer fondo de esta, y luego de ello la creación de nuevos fondos de la familia solo debe ser notificada por el administrador al supervisor con una antelación no inferior a cinco días respecto de la fecha de la entrada en funcionamiento del respectivo fondo, con el fin de que la superintendencia pueda pronunciarse al respecto si lo considera necesario.

7. DERECHOS DE LOS INVERSIONISTAS EN VIC

Los derechos de los inversionistas en VIC son correlativos a los deberes establecidos a cargo de las entidades administradoras o distribuidoras, que se exponen a espacio en el punto 6 del capítulo I de esta parte de la obra, al cual nos remitimos en aras de la brevedad, y en consecuencia nos abstenemos de desarrollarlos nuevamente aquí en detalle, sin perjuicio de lo cual se mencionan enseguida:

- Exigir a la entidad administradora o distribuidora una conducta profesional en el desarrollo de la respectiva actividad, en cuyo marco debe actuar como experto prudente y diligente y dar prevalencia a los intereses de los inversionistas.
- En relación con la distribución de los VIC, exigir que el distribuidor (fuerza de ventas) haga una correcta determinación del perfil de

⁸³ Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.1.2.5.

riesgo del inversionista y le suministre y presente información clara y suficiente sobre los productos promovidos (prospecto y reglamento actualizados), haciendo énfasis en las características jurídicas y económicas de estos y mencionando explícitamente los riesgos inherentes a ellos. Este derecho resulta de particular importancia en mercados jóvenes, como lo son los de los países de la región latinoamericana, en los cuales el grueso de los potenciales inversionistas no está familiarizado con el mecanismo de los fondos de inversión, y por ende se requiere un mayor esfuerzo de educación financiera en este tema, que les permita a los inversionistas aprovechar los beneficios y comprender los riesgos propios de estos productos de inversión.

- También en relación con la distribución de los VIC, cuando ello sea requerido por la regulación, exigir que el distribuidor (fuerza de ventas) preste la asesoría debida, mediante recomendaciones individualizadas al inversionista, con el fin de que éste tome decisiones informadas, conscientes y estudiadas, orientadas a vincularse con uno o más fondos de inversión colectiva, con base en sus necesidades de inversión y en el perfil de riesgo particular que se le haya asignado.
- En relación con los aportes realizados a un fondo de inversión, recibir de la entidad administradora la constancia de recepción de cada aporte.
- Exigir a la entidad administradora que lleve la contabilidad del fondo de inversión y haga la valoración de este, de conformidad con las normas aplicables.
- Recibir la información sobre el desempeño del fondo de inversión en el cual se hace la inversión, mediante los instrumentos informativos dispuestos para el efecto por la entidad administradora, tales como la ficha técnica, el extracto o estado de cuenta, y las rendiciones de cuentas periódicas.
- Solicitar a la entidad administradora y obtener de esta la redención, rescate o reembolso de las participaciones, cuotas o unidades adquiridas en el fondo de inversión, de conformidad con lo previsto sobre el particular en el reglamento del producto y en la regulación aplicable.
- Negociar las participaciones, cuotas o unidades adquiridas en el fondo de inversión, según su naturaleza (valores o derechos contractuales) y las reglas aplicables en esta materia.

- Ejercer los derechos políticos de participación y de voto, en las reuniones de la asamblea de inversionistas, así como el derecho de inspección sobre la información del fondo de inversión en el cual se hace la inversión, cuando a ello haya lugar.
- Ejercer el derecho de retiro, mediante la redención, rescate o reembolso en dinero de las participaciones, cuotas o unidades adquiridas, en los casos contemplados en la ley.
- Presentar a la entidad administradora, y en su caso al distribuidor, peticiones, quejas y reclamos que versen sobre la respectiva relación contractual, y obtener respuesta oportuna a ellos.
- Llegado el caso, el inversionista tiene derecho a emplear otros mecanismos legales de protección, según su disponibilidad en cada jurisdicción, como el defensor del consumidor, la queja ante la autoridad estatal administrativa o ante la autoridad de autorregulación, la citación de la entidad administradora a una conciliación extrajudicial, o en última instancia la presentación de demandas judiciales ante el juez competente, para ventilar controversias no resueltas por otros medios.
- Los demás derechos establecidos a favor de los inversionistas en la regulación o en el reglamento del VIC en el cual se realiza la inversión.

8. FUSIÓN, CESIÓN O TRANSFERENCIA, Y LIQUIDACIÓN DE VIC

En esta sección se exponen los conceptos y aspectos centrales de la fusión, cesión y liquidación de los VIC, en los países de la muestra, resaltando algunas particularidades de las regulaciones estudiadas.

A) *Fusión de VIC*

En virtud de la fusión, uno o más fondos (fondos fusionados) se integra(n) con otro ya existente que lo(s) absorbe (fondo beneficiario o fondo resultante de la fusión), o dos o más fondos fusionados se integran para conformar uno nuevo; los inversionistas reciben las correspondientes participaciones en el fondo resultante de la fusión.

La fusión puede darse entre fondos manejados por una misma entidad administradora, o entre fondos administrados por distintas entidades, sea que formen o no parte de familias de fondos.

En todos los países de la muestra, la fusión de fondos de inversión debe adelantarse bajo el procedimiento establecido en la normativa y

en el reglamento de los fondos que se van a fusionar, que, en general, comprende las siguientes etapas y aspectos⁸⁴:

a) *Proyecto de compromiso de fusión*. El proyecto de compromiso de fusión debe ser elaborado por la(s) sociedad(es) administradora(s) interesada(s), y ha de contener, entre otros aspectos, la justificación de la fusión propuesta, la identificación e información financiera y económica de cada uno de los fondos objeto de la fusión, y los términos y condiciones en que se pretende llevar a cabo la fusión, incluyendo la relación de intercambio de participaciones de los fondos involucrados.

La relación de intercambio de participaciones de los fondos involucrados debe obedecer a criterios técnicos y objetivos que aseguren un trato transparente y equitativo a los inversionistas de los distintos fondos que se proyecta fusionar.

La normativa española exige que un depositario o un auditor independiente y autorizado con arreglo a la ley, valide los siguientes elementos en relación a una institución de inversión colectiva fusionada autorizada en España: (a) los criterios adoptados para la valoración del patrimonio activo y, en su caso, el pasivo en la fecha para calcular la ecuación de canje (relación de intercambio); (b) en su caso, la compensación en efectivo por participación o acción, y (c) el método de cálculo de la ecuación de canje, así como la ecuación de canje real determinada en la fecha para el cálculo de la ecuación de canje.

b) *Aprobación del proyecto de compromiso de fusión por el órgano interno de la entidad administradora*. La junta directiva u órgano equivalente de la(s) entidad(es) administradora(s) involucrada(s) debe estudiar y aprobar el proyecto de compromiso de fusión.

En algunos países se exige dar publicidad al compromiso de fusión aprobado por el órgano interno de la entidad administradora. Es el caso de Colombia, donde una vez aprobado el compromiso de fusión por la(s) junta(s) directiva(s) de la(s) entidad(es) administradora(s) interesada(s), se debe publicar el resumen del mismo, en un diario de amplia circulación nacional, para conocimiento del público en general.

En España, las instituciones de inversión colectiva participantes en la fusión deben proporcionar a sus partícipes o accionistas un documento

⁸⁴ En Colombia, Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.2.1.1; en Chile, Ley 20.712, artículo 67; en España, Real Decreto 1082/2012, artículos 36 a 46 (en este país se reglamenta también la escisión de instituciones de inversión colectiva); en México, Ley de Fondos de Inversión, arts. 14 Bis 4 y 14 Bis 5; en Perú, Decreto Supremo n.º 76-2000, arts. 33 a 35, concordantes con la Resolución Conasev n.º 068-2010-EF/94.01.1, artículo 50.

con información adecuada y exacta sobre la fusión prevista, a fin de permitirles formarse un juicio fundado sobre la incidencia de esta en sus inversiones y ejercer sus derechos, una vez la autoridad competente haya autorizado la fusión.

c) *Aprobación del compromiso de fusión por las asambleas de inversionistas.* En la mayoría de los países de la muestra —con excepción de España— el compromiso de fusión debe ser aprobado por las asambleas de inversionistas de los fondos de inversión colectiva que se pretende fusionar, con el quórum requerido para esta decisión, con miras en lo cual la(s) sociedad(es) administradora(s) debe(n) convocar la(s) correspondiente(s) reunión(es) de este órgano.

En Colombia, la reunión de la asamblea de inversionistas debe realizarse una vez transcurridos quince días del envío de la comunicación de citación a los inversionistas, y para su realización son aplicables las normas especiales de la normativa de fondos de inversión colectiva, y en subsidio las previstas para la asamblea general de accionistas de sociedades, establecidas en la legislación mercantil, en lo que resulte pertinente.

Si la regulación lo admite y el reglamento de los fondos que se han de fusionar lo prevé, puede realizarse una consulta escrita a todos los inversionistas de ellos, como alternativa a la realización de las reuniones de asambleas de inversionistas, la cual debe adelantarse de conformidad con el procedimiento legal.

La asamblea de inversionistas puede aprobar o improbar el proyecto de fusión del fondo de inversión colectiva. En caso de improbación, la fusión no puede llevarse a cabo.

d) *Intervención de la autoridad de supervisión en la fusión de fondos de inversión.* La intervención de la autoridad de supervisión en la fusión de fondos de inversión puede tener distintos niveles de alcance, que van desde la simple información a esta hasta la aprobación previa de la fusión.

En España, las operaciones de fusión están sujetas a la autorización previa de la CNMV cuando al menos una de las instituciones de inversión colectiva fusionadas haya sido autorizada en este país.

Lo propio ocurre en Perú, donde la fusión de fondos mutuos debe ser previamente autorizada por la Superintendencia del Mercado de Valores, para lo cual la entidad cuenta con un plazo de veinte días contados a partir de la presentación de la respectiva solicitud, para autorizar la fusión de un fondo mutuo. Dicho plazo se suspende mientras no sean subsanadas las observaciones que pueda formular la superintendencia.

En Colombia se distingue según que la fusión sea entre fondos de una misma sociedad administradora o de administradoras distintas.

Si la fusión es entre fondos manejados por una misma sociedad administradora, una vez aprobado el compromiso de fusión por las asambleas de inversionistas de los fondos que se pretende fusionar, la administradora debe informar a la Superintendencia Financiera de Colombia, remitiendo copia del compromiso de fusión aprobado y de las actas de las respectivas reuniones de asambleas de inversionistas y juntas directivas. Recibida dicha información, la Superintendencia debe proceder a verificar el cumplimiento del procedimiento de fusión, y puede objetar la realización de esta cuando establezca la inobservancia de algún requisito legal imperativo.

Cuando la fusión se realice entre dos o más fondos de inversión colectiva manejados por diferentes sociedades administradoras, dicha fusión debe ser autorizada por la Superintendencia Financiera de Colombia

e) *Perfeccionamiento de la fusión y efectos*. Obtenidas las aprobaciones requeridas conforme a la ley aplicable, la entidad administradora del fondo beneficiario puede proceder a recibir los activos, pasivos, documentos y demás información de los fondos fusionados, que no se encuentren en su poder, perfeccionando así la fusión.

Como consecuencia de la fusión, todos los activos y pasivos de los fondos integrados pasan a formar parte del fondo resultante de la fusión, y deben ser transferidos a este, directamente o por intermedio del custodio, según sea el caso. La transferencia de los activos se ha de hacer conforme a su naturaleza y a las reglas aplicables en cada jurisdicción.

Los inversionistas de los fondos fusionados adquieren la calidad de partícipes del fondo resultante de la fusión, y, cuando proceda, tendrán derecho a una compensación en efectivo.

Los fondos fusionados se extinguen una vez perfeccionada la fusión, y la entidad administradora del fondo resultante adquiere todos los deberes, derechos y responsabilidades correlativos a su calidad de administrador del fondo beneficiario.

f) *Custodio*. Cuando la fusión implique el cambio de custodio, el(los) custodio(s) de los fondos de inversión fusionados debe(n) entregar los activos de estos que tengan en su poder al custodio del fondo beneficiario, aspecto que debe ser tenido en cuenta tanto en el compromiso de fusión como en los contratos que las entidades administradoras celebren con los custodios.

g) *Cumplimiento de requisitos por el fondo fusionado.* En caso de que, por virtud de la fusión, resulte un nuevo fondo, este deberá ajustarse a lo previsto en la regulación aplicable en la respectiva jurisdicción, en cuanto a su clase, denominación y requisitos.

h) *Derecho de retiro de los inversionistas.* En el proceso de fusión de fondos de inversión las regulaciones suelen garantizar el derecho de retiro de los inversionistas, mediante la redención, rescate o reembolso de las participaciones, cuotas o unidades adquiridas en los fondos involucrados.

En Colombia, los inversionistas que no estén de acuerdo con el compromiso de fusión del fondo de inversión colectiva al cual están vinculados, o que no asistan a la reunión de la asamblea en la que esta se apruebe, pueden solicitar la redención de sus participaciones, sin que por este hecho se genere sanción ni penalidad de ningún tipo. Este derecho de retiro puede ejercerse dentro de un plazo máximo de un mes, contado a partir del día de la celebración de la respectiva reunión de la asamblea de inversionistas. Vencido dicho término, el inversionista que no haya ejercido el derecho de retiro ya no podrá hacerlo y quedará entonces vinculado con la entidad administradora del fondo resultante de la fusión, en los términos previstos en el compromiso de fusión aprobado.

En España, los partícipes o accionistas de las instituciones de inversión colectiva participantes en la fusión pueden solicitar, sin más gastos que los que las IIC retengan para cubrir los costes de desinversión, la recompra o el reembolso de sus participaciones o acciones, o siempre que sea posible, su traspaso en participaciones o acciones de otra IIC con una política de inversiones similar y gestionada por la misma sociedad de gestión o por otra a la cual la sociedad de gestión esté vinculada en el marco de una comunidad de gestión o de control o a través de una importante participación directa o indirecta. Ese derecho será efectivo a partir del momento en que se informe a los partícipes o accionistas de las IIC involucradas de la fusión prevista, y se extingue cinco días hábiles antes de la fecha fijada para el cálculo de la ecuación de canje.

B) *Cesión o transferencia de VIC*

Mediante la cesión o transferencia, la entidad administradora cedente entrega a la entidad administradora cesionaria los activos, pasivos y contratos del VIC cuya administración sea materia de la cesión o transferencia, y la entidad cesionaria toma el lugar de la cedente en las

relaciones jurídicas existentes con los inversionistas cedidos y asume los correspondientes deberes, derechos y responsabilidades.

La cesión puede hacerse al título y en los términos y condiciones que para el efecto acuerden las entidades cedente y cesionaria, sin perjuicio de los derechos de los inversionistas.

En Chile, la sustitución de la administradora de fondos de inversión puede darse por decisión de la asamblea extraordinaria de aportantes o por disolución de la entidad administradora⁸⁵.

En caso de disolución de la sociedad administradora, el Comité de Vigilancia asumirá provisoriamente la administración del fondo de inversión y debe convocar a reunión extraordinaria de la asamblea de aportantes, que deberá celebrarse en un plazo de sesenta días de producida la disolución, para que los aportantes resuelvan acerca del traspaso de la administración del fondo de inversión a otra sociedad, o en su defecto designen al liquidador del fondo de inversión, y le fijen, en este caso, sus atribuciones y remuneración.

Igual procedimiento se seguirá cuando se acuerde la sustitución de la sociedad administradora, pudiendo acordarse en la misma asamblea que esta continúe transitoriamente con la administración del fondo hasta que se resuelva su traspaso o disolución. También en esa asamblea podrá acordarse la designación de otra administradora para que asuma la administración.

En caso de no realizarse la asamblea de aportantes por falta de quórum, o de no designarse al liquidador, en caso de disolución, se procederá sin más trámite a la liquidación del fondo de inversión respectivo por un liquidador que designará la Superintendencia, que estará legalmente investido de todas las facultades y atribuciones que sean necesarias para la adecuada realización de los bienes del fondo.

En Colombia, las sociedades administradoras pueden ceder la administración de un fondo de inversión colectiva, o de una familia de fondos de inversión colectiva, a otra administradora legalmente autorizada, independientemente de su modalidad y de la naturaleza jurídica de las entidades cedente y cesionaria. Lo anterior significa que la cesión puede efectuarse sobre cualquier tipo de fondo, entre entidades administradoras de la misma naturaleza —por ejemplo, entre sociedades fiduciarias— o de naturaleza diferente —por ejemplo, entre una sociedad comisionista de bolsa y una sociedad administradora de inversión.

⁸⁵ Ley 18815, artículos 22 y 29.

La cesión debe sujetarse a las reglas que se indican a continuación⁸⁶:

- La cesión debe ser decidida por la junta directiva de la entidad cedente. Aun cuando la regulación no exige la aprobación de la junta directiva de la entidad cesionaria, dada la trascendencia de esta operación es conveniente que se obtenga también dicha aprobación, que en todo caso habrá de tramitarse cuando así lo requieran los estatutos de la entidad cesionaria.
- La cesión de la administración de fondos de inversión colectiva debe ser autorizada por la Superintendencia Financiera de Colombia, mediante resolución motivada, para lo cual la entidad administradora debe presentar la solicitud de autorización en la cual se presente y justifique esa medida, junto con la certificación expedida por su representante legal acerca de que la sociedad cumple con los requisitos previstos en la ley para operar fondos de inversión colectiva, la descripción del perfil exigido para formar parte del comité de inversiones, y la descripción de las calidades que tiene el gerente o el gestor externo del fondo de inversión colectiva, según el caso.
- Autorizada la cesión por la Superintendencia Financiera, deberá informarse a los inversionistas vinculados al fondo cuya administración sea cedida, en la forma prevista para las modificaciones al reglamento, esto es, mediante una publicación o aviso de cesión en un diario de amplia circulación nacional, y mediante el envío de una comunicación dirigida a cada uno de los inversionistas.
- Los inversionistas vinculados al fondo de inversión colectiva cuya administración sea cedida deberán expresar su rechazo o aceptación dentro de los treinta días siguientes a la fecha de publicación del aviso de cesión. Si no se recibe respuesta dentro del término fijado, se entenderá aceptada la cesión; es este un caso excepcional en el que, por ministerio de la ley, el silencio del inversionista produce efectos jurídicos de aceptación de la cesión. En cambio, los inversionistas que dentro del citado término manifiesten su desacuerdo con la cesión podrán solicitar la redención de su participación, sin que por este hecho se genere sanción ni penalidad de ningún tipo. La manifestación de desacuerdo del inversionista puede darse por cualquier medio, y en la práctica es aconsejable que se haga mediante documento escrito o electrónico, para efectos de acreditar la oportunidad de dicha manifestación.

⁸⁶ Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.2.1.2.

La cesión de la administración de un fondo de inversión colectiva procede también en caso de ocurrencia de las causales de liquidación del fondo por decisión motivada técnica y económicamente de la junta directiva de la sociedad administradora de liquidar el fondo, o por un hecho o situación que ponga a la sociedad administradora en imposibilidad definitiva de continuar desarrollando su objeto social, así como en el caso de que exista gestor externo y no resulte viable su reemplazo en condiciones que aseguren la normal continuidad de la marcha del fondo de inversión colectiva gestionado, respectivamente, frente a las que la asamblea de inversionistas puede decidir entregar la administración del fondo a otra sociedad legalmente habilitada para ello, o la gestión del fondo de inversión colectiva a otro gestor externo, cuando sea el caso, eventos en los cuales solo se considerará enervada la respectiva causal de liquidación cuando la nueva sociedad administradora de fondos de inversión colectiva o el gestor externo designado acepten realizar la administración del respectivo fondo de inversión colectiva⁸⁷.

En Perú, la transferencia de la administración de un fondo mutuo a otra sociedad administradora se produce por renuncia de la sociedad administradora, por decisión de la asamblea de partícipes, por disolución o revocación de la autorización de funcionamiento de la sociedad administradora de parte de la Superintendencia del Mercado de Valores y por los demás supuestos específicamente contemplados en el respectivo reglamento interno.

Para la transferencia de un fondo mutuo por renuncia, la sociedad administradora transferente deberá presentar a la Superintendencia del Mercado de Valores una solicitud adjuntando la documentación siguiente: (a) declaración de la sociedad administradora que asumirá la administración del fondo mutuo, indicando la aceptación de sus funciones y precisando la aceptación de responsabilidades señalada en el artículo 51 del Reglamento; (b) versión actualizada del prospecto simplificado, reglamento de participación y contrato de administración, debidamente suscritos por el representante legal de la nueva sociedad administradora y (c) copia del contrato de custodia suscrito entre el custodio y la nueva sociedad administradora. La Superintendencia tiene un plazo de veinte días, contados a partir de la presentación de la respectiva solicitud, para autorizar la transferencia del fondo mutuo.

⁸⁷ Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.2.2.2, numeral 4.

Dicho plazo se suspende hasta que sean subsanadas las observaciones que pueda formular la superintendencia⁸⁸.

La sociedad administradora transferente y el comité de inversiones no podrán hacer efectivo el cese de sus actividades hasta que la nueva sociedad administradora haya entrado plenamente en funciones, siendo de aplicación, mientras tanto, las siguientes reglas: (a) no se atenderá ninguna solicitud de suscripción; y (b) aquellas otras que la Superintendencia del Mercado de Valores disponga en cada caso particular⁸⁹.

En los casos de transferencias de uno o más fondos por disolución o revocación de la autorización de funcionamiento de la sociedad administradora⁹⁰, la Superintendencia del Mercado de Valores debe convocar de oficio a asamblea de partícipes, o disponer que sea convocada por el gerente general de la entidad administradora. La convocatoria deberá efectuarse dentro de los quince días hábiles siguientes a la fecha de ocurrida la causal y la asamblea de partícipes se celebrará dentro del plazo máximo de treinta días hábiles contados a partir del día hábil siguiente de la fecha de la convocatoria. La asamblea de partícipes se realizará utilizando el quórum simple, por lo que, en primera convocatoria, la asamblea quedará válidamente constituida, cuando se encuentre representado, cuando menos, el cincuenta por ciento de las cuotas en circulación del fondo mutuo, correspondientes al día hábil anterior a la instalación; mientras que en segunda convocatoria será suficiente la concurrencia de cualquier número de cuotas en circulación del fondo mutuo. La adopción de acuerdos se realizará con el voto favorable de la mayoría absoluta de las cuotas en circulación del fondo representadas en la asamblea. El acuerdo adoptado por la asamblea de partícipes deberá ser comunicado al directorio o a la junta general de accionistas de la sociedad administradora, al custodio y al Registro, al día hábil siguiente de su adopción, debiendo adjuntarse copia del acta del referido acuerdo.

De acordarse la transferencia, la sociedad administradora que asumirá la administración del fondo mutuo deberá presentar a la Superintendencia del Mercado de Valores los documentos señalados en la regulación, y la entidad de supervisión autorizará la transferencia del fondo mutuo en el plazo y de acuerdo a las condiciones que se establecen en la regulación.

⁸⁸ Resolución de Superintendente n.º 00116-2013, artículo 47.

⁸⁹ *Ibidem*, artículo 48.

⁹⁰ *Ibidem*, artículo 49.

Corresponderá al gerente general de la sociedad administradora que se encuentre incurso en un procedimiento de disolución o cuya autorización de funcionamiento haya sido revocada, salvo que la Superintendencia del Mercado de Valores disponga lo contrario, encargarse de la gestión del fondo mutuo hasta que la nueva sociedad administradora asuma sus funciones. Dicha gestión deberá procurar principalmente la preservación del patrimonio del fondo mutuo, para lo cual la superintendencia podrá dictar medidas específicas para cada caso.

C) *Liquidación de VIC*

La liquidación de los VIC tiene lugar por la ocurrencia de alguna de las causales establecidas. Acaecida una o más de tales causales, se suspende la captación de aportes, el pago de pasivo externo y la redención, rescate o reembolso de participaciones, cuotas o unidades, y el liquidador debe seguir el procedimiento de liquidación aplicable, en el marco del cual se realiza el inventario y la valuación de los activos y pasivos del fondo en liquidación, y se procede a la realización de los activos y al pago de los pasivos, tanto del pasivo externo a favor de terceros acreedores como del pasivo interno a favor de los inversionistas, aportantes o adherentes, hasta concurrencia de los activos del fondo.

Es de anotar que la recuperación por los inversionistas de los valores invertidos en el VIC dependerá en últimas de la suficiencia de los activos del fondo, una vez pagado el pasivo externo.

Seguidamente se hace un recuento de las causales de liquidación y del procedimiento liquidatorio en los países iberoamericanos, donde se observan diferencias en la tipología de causales y en diversos aspectos de la configuración de los procedimientos de liquidación.

a) *Causales de liquidación de los VIC*. En Chile, la liquidación de los fondos de inversión procede en caso de que la administradora sea disuelta por revocación de la autorización de existencia o por cualquier otra causa, y en los demás casos establecidos en el reglamento interno del fondo⁹¹.

En Colombia, la normativa consagra como causales de liquidación del fondo de inversión colectiva las siguientes⁹²:

⁹¹ Ley 20.712, artículos 24 y 26.

⁹² Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.2.2.1.

- El vencimiento del término de duración.
- La decisión válida de la asamblea de inversionistas de liquidar el fondo de inversión colectiva.
- La decisión motivada técnica y económicamente de la junta directiva de la sociedad administradora de liquidar el fondo de inversión colectiva.
- Cualquier hecho o situación que ponga a la sociedad administradora en imposibilidad definitiva de continuar desarrollando su objeto social.
- En caso de que exista gestor externo y no resulte viable su reemplazo en condiciones que aseguren la normal continuidad de la marcha del fondo de inversión colectiva gestionado.
- Cuando el patrimonio del fondo de inversión colectiva esté por debajo del monto mínimo de activos establecido para iniciar operaciones (2.600 salarios mínimos legales mensuales vigentes⁹³). Esta causal solo es aplicable después de seis meses de que el fondo de inversión colectiva entre en operaciones.
- La toma de posesión sobre la sociedad administradora, o del gestor externo, en caso de existir, y cuando no resulte viable su remplazo en condiciones que aseguren la normal continuidad del fondo de inversión colectiva gestionado.
- No cumplir con los límites aplicables a la participación por inversionista, a saber: tratándose de fondos abiertos sin pacto de permanencia, un solo inversionista no puede mantener directa o indirectamente a través de una cuenta ómnibus, una participación que exceda del diez por ciento del valor del patrimonio del fondo, y en el caso de los fondos cerrados, un solo inversionista no puede mantener directa o indirectamente a través de una cuenta ómnibus una participación que exceda del sesenta por ciento del valor del patrimonio del fondo⁹⁴. Esta causal solo es aplicable después de seis meses de que el fondo de inversión colectiva entre en operaciones, y podrá ser enervada durante un período máximo de dos meses; y
- Las demás causales de liquidación previstas en el reglamento del fondo de inversión colectiva.

⁹³ Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.1.3.5.

⁹⁴ Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.1.6.2.

Cuando se presente alguna de las causales de liquidación previstas, la sociedad administradora debe comunicarla inmediatamente a la Superintendencia Financiera de Colombia, a las bolsas de valores y a las entidades administradoras de los diferentes sistemas de negociación de valores, cuando haya lugar a ello. A los inversionistas se les comunicará el acaecimiento de la causal de liquidación del fondo de inversión colectiva por los medios previstos en el reglamento. Estas comunicaciones deberán realizarse a más tardar al día siguiente de la ocurrencia de la causal.

En España, son causas de disolución del fondo el cumplimiento del plazo señalado en el contrato de constitución, el acuerdo de la sociedad gestora y el depositario cuando el fondo fue constituido por tiempo indefinido y las demás previstas en la Ley 35 de 2003, en el reglamento y en sus normas de desarrollo, así como en el reglamento de gestión del fondo⁹⁵. Las causales reglamentarias de disolución incluyen el caso en el que por circunstancias del mercado, el patrimonio o el número de partícipes de un fondo, o de uno de sus compartimentos, o el capital o el número de accionistas de una sociedad de inversión, o de uno de sus compartimentos, descendieran de los mínimos establecidos en el reglamento, y no se reconstituyan dentro del plazo de un año que se concede para el efecto⁹⁶.

En México, los fondos de inversión han de liquidarse por el acuerdo en virtud del cual el consejo de administración de la sociedad operadora de fondos de inversión que administre al fondo de inversión decida el cambio de nacionalidad⁹⁷, por la revocación de la autorización de funcionamiento de la sociedad operadora, o la disolución de esta, y por las demás causales previstas en los estatutos del fondo.

En Perú, la regulación dispone que el fondo mutuo se liquida en los siguientes casos⁹⁸:

- Si habiendo vencido el plazo establecido para la etapa pre-operativa no hubiera cumplido con lo señalado para iniciar operaciones.
- Si el patrimonio neto o el número de partícipes desciende por debajo de los mínimos exigidos, sin que se hubiere regularizado dicha

⁹⁵ Real Decreto 1082/2012, artículo 35.

⁹⁶ Real Decreto 1082/2012, artículo 16.

⁹⁷ Ley de Fondos de Inversión, artículo 14 Bis 9.

⁹⁸ Resolución Conasev n.º 068-2010-EF/94.01.1, artículo 181, modificado mediante la Resolución SMV n.º 008-2013-SMV/01.

situación, dentro de las condiciones y los plazos determinados por la Superintendencia del Mercado de Valores para ello.

- Vencido el plazo de duración, cuando éste se hubiere determinado en el reglamento de participación.
- Si transcurrido el plazo a que se refiere el artículo 164 del Reglamento, ningún custodio ha aceptado asumir la custodia del fondo mutuo, y
- En los demás casos que establezca el reglamento de participación del fondo.

En perspectiva, se observa que mientras las normativas chilena y mexicana son minimalistas en el señalamiento de causales de liquidación, en Colombia, España y Perú existen listados legales de causales más nutridos, y en todos los casos resulta posible incluir otras en los reglamentos de los fondos.

b) *Procedimiento de liquidación de los VIC*

a') *Chile*. En Chile, en caso de disolución de la administradora, o una vez dictada la resolución de liquidación, se debe seguir el siguiente procedimiento⁹⁹:

- En caso de fondos que deban tener asamblea de aportantes, ésta deberá ser convocada al efecto por el comité de vigilancia dentro de los diez días siguientes de producida la disolución o dictada la resolución de liquidación de la administradora. Dicha asamblea deberá escoger a otra administradora y encomendarle la administración del fondo, o bien encomendar su liquidación a la Superintendencia de Valores y Seguros, o a un tercero. En caso de no realizarse la asamblea de aportantes o en caso de que esa asamblea así lo determine, la liquidación del fondo será encomendada a la Superintendencia, que podrá delegar esta función en un tercero, en las condiciones que determine.
- En caso de fondos que no deban tener asamblea de aportantes, la Superintendencia de Valores y Seguros será la encargada de su liquidación, y podrá delegar esta función en un tercero, en las condiciones que determine. La Superintendencia, en interés de los partícipes del fondo, podrá traspasar la administración de éste a otra administradora, en vez de proceder con su liquidación.

⁹⁹ Ley 20.712, artículos 26 y 27.

- Para la liquidación de los fondos, la Superintendencia estará investida de todas las facultades necesarias para la adecuada realización de los bienes del fondo.

La liquidación de los fondos en casos distintos de la disolución o procedimiento concursal de liquidación de la administradora debe llevarse a cabo conforme a lo establecido en el reglamento interno del fondo que se está liquidando.

Los costos asociados a la liquidación de un fondo serán de cargo del fondo que se liquida.

b') *Colombia*. En Colombia, la liquidación del fondo de inversión colectiva se debe ajustar al siguiente procedimiento establecido en la regulación¹⁰⁰:

- A partir de la fecha del acaecimiento de la causal de liquidación y mientras esta subsista, el fondo de inversión colectiva no podrá constituir nuevas participaciones ni atender redenciones, lo cual implica la cesación de tales actividades, garantizando así que no continúe la captación de recursos del público inversionista y que respecto de los acreedores externos y los inversionistas opere el principio de igualdad (*par conditio creditorum*).
- Cuando los documentos representativos de participaciones en el fondo de inversión colectiva tengan la naturaleza de valores, se deberá suspender su negociación, hasta cuando se enerve la causal de liquidación, para lo cual la sociedad administradora informará de manera inmediata a la Superintendencia Financiera de Colombia y a la bolsa de valores o sistemas de negociación en los que se encuentren inscritos. Si no se enervara la causal, la suspensión de la negociación de los referidos valores se mantendrá durante todo el proceso liquidatorio, y una vez producido el informe de finalización de actividades la Superintendencia Financiera de Colombia procederá a cancelar la inscripción de los mismos en el Registro Nacional de Valores y Emisores.
- Cuando la causal de liquidación sea distinta del vencimiento del término de duración, o de la decisión válida de la asamblea de inversionistas de liquidar el fondo de inversión colectiva, la sociedad administradora procederá a convocar a la asamblea de inversionistas que deberá celebrarse entre los cinco y diez días comunes siguientes

¹⁰⁰ Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.2.2.2.

a la fecha de la comunicación de la noticia de liquidación. En caso de que la reunión de la asamblea no se realizare por falta del quórum previsto para el efecto, esta se citará nuevamente para celebrarse entre los tres y seis días comunes siguientes a la asamblea fallida, pudiendo deliberar con cualquier quórum.

- Si la liquidación se da por las causales de decisión motivada técnica y económicamente de la junta directiva de la sociedad administradora de liquidar el fondo de inversión colectiva, o de la ocurrencia de un hecho o situación que ponga a la sociedad administradora en imposibilidad definitiva de continuar desarrollando su objeto social, o por existir gestor externo y no resultar viable su reemplazo en condiciones que aseguren la normal continuidad de la marcha del fondo de inversión colectiva gestionado, la asamblea de inversionistas podrá decidir si entrega la administración del fondo a otra sociedad legalmente habilitada para ello, caso en el cual, y con la aceptación previa de la nueva entidad administradora, se considerará enervada la respectiva causal de liquidación; la asamblea deberá entonces establecer las fechas y condiciones en las que se realizará el traspaso del fondo al administrador seleccionado, mediante el procedimiento de cesión analizado atrás.
- Si la causal de liquidación no es enervada, se consolida el estado de liquidación del fondo de inversión colectiva y la asamblea de inversionistas deberá decidir si la sociedad administradora desarrollará el proceso de liquidación o si se designará un liquidador especial. En caso de que la asamblea designe el liquidador, debe fijar su remuneración y disponer los medios para el cumplimiento de sus funciones. Si la asamblea no designa un liquidador, se entenderá que la sociedad administradora adelantará la liquidación. En todo caso, el liquidador deberá obrar con el mismo grado de diligencia, habilidad y cuidado razonable que los exigidos para la sociedad administradora durante la vigencia del fondo de inversión colectiva.
- El liquidador debe proceder inmediatamente a inventariar los activos y pasivos, y a liquidar todas las inversiones del fondo de inversión colectiva, conforme a su naturaleza, en el plazo que para tal fin se haya señalado en el reglamento, que no podrá ser superior a un año¹⁰¹ contado a partir del acaecimiento de la causal de liquidación, salvo que la asamblea de inversionistas lo prorrogue como más adelante se explica; se trata, entonces, de un plazo legal supletivo que puede

¹⁰¹ En la regulación anterior (Decreto 2175 de 2007) este plazo era de seis meses.

ser menor en el reglamento del fondo, y que puede ser ampliado mediante decisión de la asamblea de inversionistas.

- En cuanto a la realización de las inversiones, anotamos que el liquidador debe adoptar estrategias eficientes que tengan en cuenta los factores relevantes, como la naturaleza de los activos que se hayan de realizar y las condiciones del mercado, bajo el principio de mejor ejecución de las operaciones. En el caso de valores, se debe procurar evitar que la venta de grandes posiciones induzca a la baja de los precios, que puede perjudicar a los inversionistas, siendo entonces preferible la venta gradual dentro del término indicado.
- En el caso de bienes distintos de valores, tales como activos inmobiliarios, se debe contar con avalúos comerciales actualizados, efectuados por peritos evaluadores idóneos, que sirvan de base para el ofrecimiento de ellos en el mercado, y se debe definir el precio mínimo de venta que la liquidación esté dispuesta a aceptar. Si el precio mínimo es inferior al valor del avalúo existente, es conveniente buscar la aprobación de la asamblea de inversionistas para salvaguardar la responsabilidad del liquidador.
- El dinero que se obtenga como producto de la realización de las inversiones debe ser depositado y mantenido en las cuentas bancarias del fondo de inversión colectiva, o en inversiones temporales de alta seguridad constituidas a favor del fondo, hasta que sea destinado a pagar gastos de la liquidación y en su oportunidad el pasivo del fondo.
- Una vez liquidadas todas las inversiones del fondo de inversión colectiva, y hecha la provisión para el pago de gastos de la liquidación y del pasivo externo si existe, el liquidador debe proceder de inmediato a cancelar a los inversionistas el valor de las participaciones, en dinero y en un término no mayor de quince días hábiles siguientes al vencimiento del plazo de un año fijado en la ley.
- Vencido el término para adelantar la liquidación señalado en el reglamento, o el año de ley, según sea el caso, si aún existieren activos cuya realización no hubiere sido posible, la asamblea de inversionistas deberá reunirse en un lapso no mayor a cuatro meses, con el fin de evaluar el informe detallado que deberá presentar el liquidador sobre las gestiones realizadas hasta la fecha, y podrá adoptar alguna de las decisiones que seguidamente se indican: Otorgar el plazo adicional que estime conveniente para que el liquidador continúe con la gestión de liquidación de las inversiones pendientes, en cuyo caso deberá

acordar las fechas en que el liquidador presentará a los inversionistas de forma individual o a la asamblea de inversionistas, informes sobre su gestión. Posteriormente, la asamblea de inversionistas podrá prorrogar hasta por un año el plazo adicional inicialmente otorgado en el caso en que los activos no se hayan podido liquidar en dicho plazo adicional inicial y, en todo caso, mediando informe detallado del liquidador sobre las gestiones realizadas.

En relación con la duración del procedimiento liquidatorio, el plazo supletivo fijado en la regulación permite contar con un horizonte temporal corto y definido para la liquidación y evitar procedimientos excesivamente prolongados, sin perjuicio de lo cual la normativa autoriza la prórroga del término de la liquidación por parte de la asamblea de inversionistas¹⁰², posibilidad que es útil cuando el plazo establecido en la regulación resulta insuficiente, en particular en los casos de fondos de inversión colectiva cuyos activos no sean valores de buena liquidez —por ejemplo, los fondos inmobiliarios y los fondos de capital privado, en las cuales por la naturaleza de los activos pudiera requerirse un término mayor para procurar su realización en condiciones adecuadas, so pena de que tal realización o no pueda llevarse a cabo dentro del término del reglamento o en el año de ley, o de ser posible lo sea en condiciones muy desfavorables para los intereses de los inversionistas.

- Solicitar al liquidador que los activos sean entregados en pago a los inversionistas en proporción a sus participaciones, en los términos y condiciones que señale la asamblea. En este caso tendría lugar una especie de dación en pago forzosa a los inversionistas, incluidos los ausentes y disidentes, respecto de todos los activos que permanezcan en el fondo de inversión colectiva en liquidación después del vencimiento del término de la liquidación, como medio para la cancelación de las participaciones, fórmula que puede conducir a establecer copropiedades entre inversionistas sobre los activos así entregados en pago, por ejemplo, cuando tales activos sean bienes inmuebles o valores de difícil venta. Para realizar esta solicitud, la asamblea de inversionistas podrá reunirse en cualquier tiempo.

¹⁰² En la regulación anterior (Decreto 2175 de 2007) esta posibilidad no estaba reconocida.

- Tomar las decisiones que considere pertinentes para lograr la liquidación de las inversiones y la adecuada protección de los derechos de los inversionistas.
- Si vencido el período máximo de pago de las participaciones existieren sumas de dinero pendientes de retiro en favor de los inversionistas, el liquidador debe seguir el siguiente procedimiento:
 - Si el inversionista ha informado a la sociedad administradora, por medio escrito, una cuenta bancaria para realizar depósitos o pagos, el liquidador deberá consignar el valor pendiente de retiro en dicha cuenta.
 - Si no fuere posible realizar la consignación a que hace referencia el párrafo anterior, y en caso de que el inversionista hubiese señalado e identificado, por medio escrito, un mandatario para el pago o un beneficiario, el liquidador realizará el pago de los aportes pendientes de retiro a dicha persona.
 - En caso de imposibilidad de realizar el pago de conformidad con alguno de los mecanismos anteriormente mencionados, se dará aplicación al procedimiento previsto en el artículo 249 del Código de Comercio, conforme al cual el liquidador del fondo de inversión colectiva debe citar a los inversionistas que no hayan concurrido a recibir los pagos a que tienen derecho, por medio de avisos que se publicarán por no menos de tres veces, con intervalos de ocho a diez días, en un periódico que circule en el lugar del domicilio social de la sociedad administradora. Hecha la citación anterior y transcurridos diez días después de la última publicación, el liquidador entregará a la junta departamental de beneficencia del lugar del domicilio social de la sociedad administradora, y, a falta de esta en dicho lugar, a la junta que funcione en el lugar más próximo, los bienes que correspondan a los inversionistas que no se hayan presentado a recibirlos, que solo podrán reclamar su entrega dentro del año siguiente, transcurrido el cual los bienes pasarán a ser propiedad de la entidad de beneficencia, para lo cual el liquidador entregará los documentos de traspaso a que haya lugar.
- Una vez agotada la liquidación, el liquidador debe presentar a la asamblea de inversionistas el correspondiente informe de finalización de actividades, y cuando las participaciones del fondo de inversión colectiva liquidado tengan la naturaleza de valores, una vez presentado el informe de finalización de actividades a la asamblea

de inversionistas, la Superintendencia Financiera de Colombia procederá a cancelar la inscripción de dichos valores en el Registro Nacional de Valores y Emisores.

- Si realizadas las diligencias de convocatoria no fuere posible reunir a la asamblea de inversionistas, el liquidador deberá presentar su informe final a la Superintendencia Financiera de Colombia y en todo caso lo enviará a la última dirección registrada de los inversionistas, por los medios que establezca el reglamento.

c') *México*. En México, la disolución y liquidación de los fondos de inversión se rige por lo dispuesto para las sociedades mercantiles por acciones en la Ley General de Sociedades Mercantiles con las siguientes excepciones relativas a la designación del liquidador.

La designación del liquidador corresponderá a la sociedad operadora de fondos de inversión que administre al fondo de inversión, cuando la disolución y liquidación haya sido voluntariamente resuelta por su consejo de administración. En este supuesto, deberán hacer del conocimiento de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores el nombramiento del liquidador, dentro de los cinco días hábiles siguientes a su designación. La Comisión podrá oponer su veto respecto del nombramiento de la persona que ejercerá el cargo de liquidador, cuando considere que no cuenta con la suficiente calidad técnica, honorabilidad e historial crediticio satisfactorio para el desempeño de sus funciones, no reúna los requisitos al efecto establecidos o haya cometido infracciones graves o reiteradas a la Ley de Fondos de Inversión o a las disposiciones de carácter general que de ella deriven. La Comisión promoverá ante la autoridad judicial para que designe al liquidador si en el plazo de sesenta días hábiles de publicada la revocación no hubiere sido designado por la sociedad operadora de fondos de inversión que administre al fondo de inversión.

La designación del liquidador corresponderá a la Comisión cuando la disolución y liquidación del fondo de inversión sea consecuencia de la revocación de su autorización de conformidad con lo previsto en la ley. En caso de que por causa justificada el liquidador designado por la Comisión renuncie a su cargo, esta deberá designar a la persona que lo sustituya dentro de los quince días siguientes al que surta efectos la renuncia¹⁰³.

¹⁰³ Ley de Fondos de Inversión, artículo 14 Bis 10.

El nombramiento de liquidador de fondos de inversión deberá recaer en instituciones de crédito, casas de bolsa, en el Servicio de Administración y Enajenación de Bienes, o bien en personas físicas o morales que cuenten con experiencia en liquidación de entidades financieras¹⁰⁴.

En el desempeño de su función, el liquidador deberá¹⁰⁵:

- Elaborar un dictamen respecto de la situación integral del fondo de inversión. En caso de que de su dictamen se desprenda que el fondo de inversión se ubica en causales de concurso mercantil, deberá solicitar al juez la declaración del concurso mercantil conforme a lo previsto en la Ley de Concursos Mercantiles, informando de ello a la Comisión;
- Instrumentar y adoptar un plan de trabajo calendarizado que contenga los procedimientos y medidas necesarios para que las obligaciones a cargo del fondo derivadas de las operaciones reservadas a los fondos de inversión sean finiquitadas o transferidas a otros intermediarios a más tardar dentro del año siguiente a la fecha en que haya protestado y aceptado su nombramiento;
- Cobrar lo que se deba al fondo de inversión y pagar lo que este deba. En caso de que los referidos activos no sean suficientes para cubrir los pasivos del fondo, el liquidador deberá solicitar el concurso mercantil;
- Presentar al socio fundador, a la conclusión de su gestión, un informe completo del proceso de liquidación. Dicho informe deberá contener el balance final de la liquidación. En el evento de que la liquidación no concluya dentro de los doce meses inmediatos siguientes, contados a partir de la fecha en que el liquidador haya aceptado y protestado su cargo, el liquidador deberá presentar al socio fundador un informe respecto del estado en que se encuentre la liquidación señalando las causas por las que no ha sido posible su conclusión. Dicho informe deberá contener el estado financiero del fondo y deberá estar en todo momento a disposición del propio socio fundador;
- Promover ante la autoridad judicial la aprobación del balance final de liquidación, en los casos en que no sea posible obtener la aprobación del socio fundador, cuando dicho balance sea objetado. Lo anterior es sin perjuicio de las acciones legales que correspondan al socio fundador en términos de las leyes;

¹⁰⁴ Ibídem, artículo 14 Bis 11.

¹⁰⁵ Ley de Fondos de Inversión, artículo 14 Bis 12.

- Hacer del conocimiento del juez competente que existe imposibilidad física y material de llevar a cabo la liquidación legal del fondo para que este ordene a la sociedad operadora de fondos de inversión que le hubiera prestado los servicios de administración al fondo de inversión de que se trate, la publicación de tal circunstancia en su página electrónica de la red mundial denominada internet.
- Los interesados podrán oponerse a la liquidación del fondo de inversión en un plazo de sesenta días naturales siguientes a la publicación, ante la propia autoridad judicial;
- Ejercer las acciones legales a que haya lugar para determinar las responsabilidades económicas que, en su caso, existan y deslindar las responsabilidades que en términos de ley y demás disposiciones resulten aplicables, y
- Abstenerse de comprar para sí o para otro los bienes propiedad del fondo de inversión en liquidación sin consentimiento expreso del socio fundador.

En relación con la regulación mexicana, resaltamos la previsión relativa a la posibilidad de que el liquidador solicite el concurso mercantil del fondo de inversión en caso de que los activos de este no sean suficientes para cubrir sus pasivos, opción que no se observa en los otros ordenamientos estudiados, y que se explica por la naturaleza societaria de los fondos de inversión.

d') *Perú*. En Perú¹⁰⁶, durante el proceso de liquidación de un fondo mutuo, los liquidadores tienen a su cargo las siguientes obligaciones:

- Comunicar por escrito a los partícipes o en la forma prevista en el reglamento de participación, que el fondo mutuo ha entrado en liquidación;
- No dar trámite a suscripciones y rescates;
- Elaborar el inventario y balance del fondo mutuo al inicio de sus funciones, debiendo ser refrendados por un notario público y un contador independiente;
- Cancelar los compromisos con terceros que hubieran comprometido los activos del fondo mutuo;
- Vender los valores o activos del fondo mutuo en mecanismos centralizados o en subasta pública, en cuanto fuere aplicable, siempre en las mejores condiciones para los partícipes;

¹⁰⁶ Resolución Conasev n.º 068-2010-EF/94.01.1, artículo 182.

- Determinar la cuota que corresponda a los partícipes;
- Distribuir los recursos del patrimonio del fondo mutuo entre los partícipes, en proporción a su número de cuotas;
- Informar a la Superintendencia del Mercado de Valores al menos trimestralmente de todas las actuaciones realizadas en cumplimiento de sus obligaciones, así como al concluir su mandato, y
- Otras actividades que determine la superintendencia.

BIBLIOGRAFÍA

Doctrina

AFI y Asofiduciarias, *Transformación y evolución de la industria de FIC en Colombia: recomendaciones basadas en el caso español*, Bogotá, Asofiduciarias, 2017. Disponible en <https://www.asofiduciarias.org.co/estudios/> [consulta: 15 de octubre de 2018].

Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado (Colcapital), “Fortaleciendo la economía colombiana – Evolución y análisis de la industria de fondos de capital privado”, reporte 2017. Disponible en <https://www.colcapital.org/estudios-de-la-industria> [consulta: 15 de octubre de 2018].

Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores, *Estudio comparativo de la industria de la inversión colectiva en Iberoamérica* [en línea]. Disponible en <http://www.iimv.org/estudios/estudio-comparativo-de-la-industria-de-la-inversion-colectiva-en-iberoamerica/> [consulta: 20 de mayo de 2016].

LAURA ALBAREDA, “La aplicación de los criterios negativos (*screening*) en las instituciones de inversión colectiva (IIC) socialmente responsables gestionadas en España - Año 2001”, en *Papeles de Ética, Economía y Dirección* n.º 8, 2003.

FERNANDO CARNERO LORENZO, *Instituciones de inversión colectiva en España desde una perspectiva histórica*, Madrid, Asociación Española de Historia Económica, serie Documentos de Trabajo, DT-AEHE n.º 0301, 2003.

International Organization of Securities Commissions, Emerging Markets Committee, *Collective Investment Schemes in Emerging Markets*, septiembre de 1996 [en línea]. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/ioscopd222.pdf> [consulta: 26 de mayo de 2016].

Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores, *Estudio comparativo de la industria de la inversión colectiva en Iberoamérica* [en línea].

Disponible en <http://www.iimv.org/estudios/estudio-comparativo-de-la-industria-de-la-inversion-colectiva-en-iberoamerica/> [consulta: 20 de mayo de 2016].

International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *Principles for the regulation of collective investment schemes and explanatory memorandum*, octubre de 1994 [en línea]. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD40.pdf> [consulta: 20 de mayo de 2016].

International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *Principles for the supervision of operators of collective investment schemes Septiembre de 1997* [en línea]. Disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD69.pdf> [consulta: 25 de mayo de 2016].

International Organization of Securities Commissions, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, 2010 [en línea]. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf> [consulta: 23 de mayo de 2016].

LHABITANT, FRANÇOIS-SERGE, *Handbook of Hedge Funds*, John Wiley & Sons, Ltd., Wiley Finance Series, 2006.

MAIGUASHCA, ANA FERNANDA, *Una visión de la industria de fondos de inversión colectiva en Colombia*, Bogotá, Asofiduciarias, 2016. Disponible en <https://www.asofiduciarias.org.co/estudios/> [consulta: 15 de octubre de 2018].

MARDOMINGO COZAS, JESÚS, “Las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero” [en línea]. Disponible en www.cuatrecasas.com [consulta: 20 de julio de 2016].

MUÑOZ JASSIR, EDGAR ELÍAS y SEBASTIÁN ZAPATA VIEIRA, *Fondos de inversión colectiva*, en *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*, Bogotá, Externado de Colombia, 2018.

PAOLANTONIO, MARTÍN, *Fondos comunes de inversión*, Buenos Aires, Depalma, 1994.

ST. GILES, MARK y SALLY BUXTON. *Managing Collective Investment Funds*, Somerton, Cadogan Financial, 2013.

VARÓN PALOMINO, JUAN CARLOS, *Portafolios de inversión: la norma y el negocio*, Bogotá, Temis y Universidad de los Andes, 2008.

Legislación

Decreto Legislativo 861, Perú.

Decreto Legislativo 1061, Perú.

Decreto Supremo de Hacienda 129 de 2014, Chile.

Decretos 1242 y 1243 del 14 de junio de 2013, incorporados en el Decreto 2555 de 2010.

Circular Básica Jurídica, de la Superintendencia Financiera de Colombia, parte III, título VI. Colombia.

Directiva 2009/65/CE, del 13 de julio de 2009, “por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM)”, Comunidad Europea.

Investment Company Act, USC, section 80a-2 (a) (20) et seq. Estados Unidos de América

Ley 35 de 2003 de Instituciones de inversión colectiva, España.

Ley 964 de 2005, Colombia.

Ley 20.712, Chile.

Ley de Fondos de Inversión de 2001, última reforma DOF 10-01-2014, México.

Resolución Conasev n. ° 068-2010-EF/94.01.1, publicada el 16 de julio de 2010, Perú.

Resolución SMV n.° 008-2013-SMV/01, del 22 de marzo de 2013, Perú.

Resolución de Superintendente n.° 00116-2013, publicada el 27 de septiembre de 2013. Perú.

Páginas virtuales

Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión (ACAFI): www.acafi.com

Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado (Colcapital): www.colcapital.org

Asociación de fiduciarias de Colombia (Asofiduciarias): www.asofiduciarias.org

Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF): www.anif.co
Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia www.amvcolombia.org.co

Comisión Nacional del Mercado de Valores de España: www.cnmv.es

Federación Iberoamericana de Fondos de Inversión (Fiafin): www.fiafin.org

International Organization of Securities Commissions (IOSCO): www.iosco.org

National Association of Real Estate Investment Trusts: www.nareit.com

Organization for Economic Co-operation and Development (OECD):
www.oecd.org

Portal del Mercado de Valores Peruano: www.conasev.gob.pe

Securities and Exchange Commission: www.sec.gov

Superintendencia de Valores y Seguros de Chile: www.svs.cl

Superintendencia Financiera de Colombia: www.superfinanciera.gov.co

PARTE SEGUNDA

INFRAESTRUCTURA DEL MERCADO DE VALORES*

La infraestructura del mercado de valores es un componente esencial para el buen funcionamiento de dicho mercado y, en general, del mercado de capitales en todos los países del mundo, ya que una infraestructura robusta, eficiente y fundada sobre principios y normas jurídicos claros y transparentes permite contener o, al menos, disminuir los riesgos que pueden afectar la estabilidad y credibilidad del mercado, tales como los riesgos de crédito, de liquidez, de mercado y sistémico. Por el contrario, una infraestructura débil, insuficiente para la economía de un país, ineficiente, poco transparente y fundada sobre bases jurídicas frágiles, puede transmitir y multiplicar tales riesgos.

Dada la importancia de las entidades que hacen parte de la infraestructura del mercado de valores, organismos internacionales, como el Banco Internacional de Pagos y la Organización Internacional de Comisiones de Valores, entre otros, así como los gobiernos, los bancos centrales y los órganos legislativos de muchos países se han ocupado de expedir, revisar, actualizar e implementar principios, recomendaciones, leyes y normas que tiendan a conseguir el objetivo de tener sistemas de compensación y liquidación de valores y sistemas de pago seguros, eficientes y transparentes.

En este sentido, el Comité de Sistemas de Pagos y Liquidación y el Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores expedieron los Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero (IMF [FMI, por su sigla en inglés])¹ en abril de 2012, después de haber surtido un proceso de consulta pública. Los Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero reemplazan los Principios básicos para sistemas de pago de importancia sistémica (2001), las Recomendaciones para sistemas de liquidación de

* La introducción a la parte segunda fue tomada de apartes escritos por los distintos autores que participaron en su elaboración.

¹ Comité de Sistemas de Pago y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales (CPSS) y Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), *Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero* [en línea]. Disponible en http://www.bis.org/publ/cpss101_es.pdf [consulta: 19 de diciembre de 2013].

valores (2001) y las Recomendaciones para entidades de contrapartida central (2004), siempre que su objeto sean particularmente las infraestructuras del mercado financiero.

Para efectos de la aplicación de los Principios, se considera genéricamente infraestructuras del mercado financiero a los sistemas de pago de importancia sistémica, los depósitos centrales de valores, los sistemas de liquidación de valores, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones. En Colombia y otros países también se considera infraestructuras a las bolsas de valores y a los sistemas de negociación y registro de valores.

Los Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero recogieron las lecciones aprendidas en la crisis financiera de 2008 y la experiencia adquirida durante los años de aplicación de los Principios y Recomendaciones que se integraron en los Principios actuales.

Las infraestructuras del mercado financiero se definen en los Principios en los siguientes términos:

[...] se define una FMI como un sistema multilateral que reúne a las instituciones participantes, incluido el operador del sistema, utilizado con la finalidad de compensar, liquidar o registrar pagos, valores, derivados u otras operaciones financieras. Las FMI suelen establecer un conjunto de reglas y procedimientos comunes para todos los participantes, una infraestructura técnica y un marco especializado de gestión del riesgo que es adecuado para los riesgos a los que están expuestas. Las FMI permiten a los participantes la compensación, la liquidación y el registro centralizado de operaciones financieras efectuadas entre esos participantes o entre ellos y una entidad central para permitir una mayor eficiencia y una reducción de los costos y los riesgos. Mediante la centralización de actividades específicas, las FMI permiten a los participantes gestionar sus riesgos de manera más eficaz y eficiente y, en algunos casos, eliminar ciertos riesgos.

Las FMI también pueden promover una mayor transparencia en mercados concretos. Algunas FMI son fundamentales para ayudar a los bancos centrales a implementar su política monetaria y mantener la estabilidad financiera.²

² Ídem.

CAPÍTULO I

BOLSAS DE VALORES Y SISTEMAS DE NEGOCIACIÓN Y REGISTRO*

JUANA BELTRÁN ECHEVERRI**

FRANCISCO GÓMEZ RUEDA***

1. CONCEPTO E IMPORTANCIA

Las bolsas de valores y los sistemas de negociación y registro son considerados dentro de la arquitectura de los mercados financieros entidades que prestan servicios de infraestructura, al igual que los depósitos centralizados de valores, los sistemas de compensación y liquidación y las entidades de contrapartida central³.

Por un lado, cabe anotar que las bolsas de valores y los sistemas de negociación de valores son especies de un mismo género: los sistemas de negociación o transaccionales. Estos sistemas transaccionales, en su conjunto, se encargan de reunir en una misma plaza, física o electrónica, la oferta y demanda de valores o instrumentos negociables. Por su naturaleza, son mecanismos multilaterales en los que se facilita

* Para citar este libro: <http://dx.doi.org/10.15425/2017.265>

** Juana Beltrán Echeverri es abogada de la Universidad de los Andes, especialista en Derecho de Sociedades de la Pontificia Universidad Javeriana, y tiene una maestría en Derecho, Economía y Políticas Públicas del Instituto Ortega & Gasset - Universidad Complutense en Madrid. Cuenta con más de doce años de experiencia en temas de derecho financiero y de mercado de capitales, y actualmente se desempeña como abogada senior en Financiera de Desarrollo Nacional (FDN).

*** Francisco Gómez Rueda es abogado de la Pontificia Universidad Javeriana, especialista en Legislación Financiera de la Universidad de los Andes, con maestría en Leyes de la Universidad de Columbia en Nueva York. En la actualidad se desempeña como abogado de BID Invest en Washington, D. C.

³ En Colombia han sido definidas como cámaras de riesgo central de contraparte.

que agentes con defectos de liquidez satisfagan su carencia gracias a la transferencia de recursos por parte de agentes que cuentan con excedentes de ella. Como se verá adelante en este aparte, en Colombia la diferencia fundamental entre las bolsas de valores y los sistemas de negociación radica en el tipo de activos que se pueden transar en cada uno. En las bolsas de valores generalmente se negocian acciones y otros activos de renta variable, mientras en los sistemas de negociación de valores se negocian títulos de renta fija pública y privada.

Por su parte, los sistemas de registro no son más que repositorios o plataformas de almacenamiento de información respecto de las operaciones que sobre valores realizan los agentes de manera directa y bilateral, es decir, por fuera de las bolsas de valores y de los sistemas de negociación (mercado mostrador [en inglés, *over the counter* u OTC]).

Es de anotar que si bien las funciones particulares de los sistemas de negociación difieren de las establecidas para los sistemas de registro, su función económica es bastante similar. Tanto los sistemas de negociación como los sistemas de registro buscan la organización de los mercados de activos financieros. Lo anterior, con el propósito de incrementar la liquidez de los activos negociados o registrados en cada uno de dichos sistemas, brindando a los inversionistas oportunidades de inversión diversificadas; otorgando al mercado información relevante para la toma de decisiones de inversión por parte de los inversionistas; revelando precios de mercado que permitan que los activos se compren o vendan a precios directamente relacionados con las calidades de estos; e inyectando mayor eficiencia a dichos mercados⁴.

La importancia del desarrollo y evolución de estos sistemas para el mercado de valores es innegable. Su implementación contribuye a aumentar la cantidad de información disponible en los mercados y a disminuir el costo y tiempo de las transacciones realizadas en éstos⁵. Y, según estándares internacionales, contar con ellos, es decir, con sistemas transaccionales y de registro, resulta esencial para el fortalecimiento de

⁴ Reena Aggarwal, *Stock Market Development: Role of Securities Firms and New Products* [en línea]. Disponible en http://www.egx.com.eg/pdf/Stock_market_development-role_of_new_products.pdf [consulta: 24 de enero de 2013]. Sitio virtual de Egyptian Exchange.

⁵ Juan Carlos Echeverri *et al.*, “Promoviendo el desarrollo del mercado de capitales en Colombia: hoja de ruta” [en línea]. Disponible en http://brc.com.co/notasyanalisis/Mercado%20de%20capitales%20en%20Colombia%20Hoja%20de%20Ruta%20BRC_Febrero_8.pdf [consulta: 16 de enero de 2013].

la transparencia del mercado, el fomento de la protección al inversionista y la generación de confianza en los mercados de activos financieros⁶.

2. ANTECEDENTES GENERALES

A) Origen de las Bolsas de Valores

La mejor manera de describir y analizar el origen histórico de las bolsas de valores y, en general, de los sistemas de negociación de valores, consiste en revisar el significado funcional que la doctrina les atribuye. Funcionalmente, los sistemas de negociación de valores son foros en los cuales comerciantes o agentes especializados negocian (compran o venden) ciertos bienes con un alto nivel de estandarización. Esta definición nos arroja dos características esenciales de dichos sistemas: la negociabilidad de los bienes transados en ellos, es decir, que su compra y/o venta se acostumbre y se encuentre permitida, y la estandarización del proceso, partes y bienes objeto de negociación, lo cual implica (1) que en los sistemas de negociación sólo pueden participar determinados agentes; (2) que se negocian bienes específicos y determinados; y (3) que los contratos deben celebrarse y ejecutarse en condiciones predeterminadas⁷.

El origen remoto de las bolsas de valores se sitúa en la Grecia Antigua y los *deigmas*, evidencia de manera exclusiva de la faceta de la negociabilidad. Los *deigmas* eran lugares específicos ubicados en puertos o bahías en las cuales los comerciantes de la época exponían y negociaban variedad de bienes⁸. Si bien los *deigmas* son el primer rastro histórico de la aparición de los sistemas transaccionales, estas plazas carecían de estandarización en sus procesos, miembros y bienes

⁶ Comité de Sistemas de Pago y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales (CPSS) y Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), *Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero*, abril de 2012 [en línea]. Disponible en http://www.bis.org/publ/cpss101_es.pdf [consulta: 19 de diciembre de 2013].

⁷ Andreas M. Fleckner, Klaus J. Hopt, *Stock Exchange Law: Concept, History, Challenges* [en línea]. Disponible en http://disciplinas.stoa.usp.br/pluginfile.php/151295/mod_resource/content/2/SSRN-id2068574.pdf [consulta: 30 de enero de 2013], p. 4.

⁸ Germán Darío Abella Abondano y Guillermo Quiroga Barreto, “Sistemas de negociación y registro de valores y de compensación y liquidación de valores”, septiembre, en *Revista de Derecho Privado*, Universidad de los Andes, n.º 39, septiembre de 2008, pp. 54-55.

negociados, asimilándose a ferias de mercaderías o plazas de mercado abiertas de todo tipo de bienes y comerciantes⁹.

Por otra parte, en la basílica romana se encuentra un antecedente más claro de las bolsas de valores gracias a la gestión de los *publiciani*, quienes mediante las *societas publicanorum* adelantaban, entre otras actividades, tareas de recaudo de impuestos y de explotación privada de minas a favor del Estado. La doctrina ubica las *societas publicanorum* como evidencia primitiva de las sociedades por acciones, en las que los participantes en su capital social no necesariamente hacían parte de la gestión de la sociedad, sino que aportaban recursos como inversión mientras que el *publiciani* se encargaba de las tareas de administración¹⁰. Los *publiciani* financiaban su actividad negociando las participaciones en el capital social de las *societas publicanorum*, las cuales se transaban en la basílica romana que se erigía como un foro que aglutinaba gente alrededor del mercado, entre otras funciones¹¹. Lo interesante de este antecedente, además de cierta estandarización de los bienes negociados (capital social de las *societas publicanorum*), recae en la evidencia de la estrecha relación entre la evolución de las sociedades por acciones, las necesidades de financiación de empresas privadas o entidades públicas y el nacimiento y desarrollo de los mercados bursátiles.

Con posterioridad, en España, en el siglo XIV, se establecen las lonjas de contratación, en las cuales se reunían los comerciantes de lana, seda y otras mercaderías de la región mediterránea. Estas lonjas de contratación se erigen como el germen primario de los mercados bursátiles en el país ibérico, que tendría formalmente su primera bolsa en 1809 por iniciativa de José Bonaparte (Pepe Botellas)¹².

El término *bolsa* se acuña por primera vez gracias a la familia Van Der Burse, en cuyo palacio en Brujas (Bélgica) se organizó un mercado

⁹ Andreas M. Fleckner, Klaus J. Hopt, *Stock Exchange Law: Concept, History, Challenges*, pp. 10-11.

¹⁰ Mathias Siems, *The Foundations of Securities Law* [en línea]. Disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1089747 [consulta: 27 de enero de 2013], pp. 3-4.

¹¹ Germán Darío Abella Abondano y Guillermo Quiroga Barreto, *Sistemas de negociación y registro de valores y de compensación y liquidación de valores*, septiembre, pp. 54-55.

¹² *Ibidem*, pp. 54-55.

de títulos valores¹³. Por su parte, en Amberes, en 1460, se fundó la primera bolsa de valores en su acepción actual. Vale la pena resaltar que en las bolsas de Amberes y Brujas se negociaban típicamente instrumentos de renta fija (letras de cambio, bonos), *commodities* (pimienta, etc.) y divisas, lo cual las ubica como los primeros sistemas de negociación actuales. Por otro lado, la bolsa de Ámsterdam, constituida en 1611, se sitúa como la primera plaza de negociación de acciones (renta variable). En esta plaza se negociaban principalmente acciones de sociedades navieras y mercantiles como la Dutch East India Company y la Verenigde Oostindische Compagnie¹⁴.

Asombrados por el funcionamiento de las plazas bursátiles de Brujas y Amberes, los británicos, liderados por Sir Thomas Gresham, reproducen ese modelo de foro de negociación y crean la Bolsa Real de Londres en 1566¹⁵. En este foro de negociación se transaban principalmente letras de cambio. Sin embargo, la bolsa de valores en su acepción actual, es decir, como foro de negociación de acciones, tiene su antecedente próximo en un lugar muy inusual: el Café de Jonathan Castaign (Jonathans Coffee House). En este sitio se reunieron de manera informal los *brokers* o corredores por más de cien años para efectos de negociar acciones hasta 1773, momento en el que éstos corredores adquieren un edificio y constituyen formalmente la primera bolsa de valores del Reino Unido, inicialmente denominada *New Jonathan's*¹⁶.

En cuanto al desarrollo de las bolsas en Estados Unidos, la historia se remonta a 1790 con la creación de la Bolsa de Valores de Filadelfia. No obstante lo anterior, el desarrollo del mercado de valores estadounidense solo tomó fuerza a partir del año 1792 con la firma del *Buttonwood Agreement*, suscrito por 24 corredores de bolsa, y el cual

¹³ Las raíces lingüísticas del apellido Van Der Burse se encuentran en el término del latín medieval *borsa*, utilizado para identificar carteras o bolsos que a su vez proviene del término *βύρσα*, que en griego antiguo significaba abrigo o piel. Véase Andreas M. Fleckner, Klaus J. Hopt, *Stock Exchange Law: Concept, History, Challenges*, pp. 3-4.

¹⁴ Mathias Siems, *The Foundations of Securities Law*, p. 5.

¹⁵ H. Buckley, "Sir Thomas Gresham and the Foreign Exchanges", *The Economic Journal*, n.º 34, diciembre de 1924, pp. 589-601.

¹⁶ Stringham, E. (2002). "The Emergence of the London Stock Exchange as a Self-Policing Club", en *Journal of Private Enterprise*, vol. 17, n.º 2, pp. 1-19, primavera 2002, disponible en <http://mpr.ub.uni-muenchen.de/25415/1/Stringham.LondonStockExchange.pdf> [consulta: 24 de enero de 2013].

es el antecedente de la Bolsa de Valores de Nueva York, constituida posteriormente, en marzo de 1817¹⁷.

Finalmente, vale la pena mencionar que en 1845 se crea la Bolsa de Valores de Río de Janeiro, la primera de su tipo en Brasil y en Latinoamérica. Inicialmente los activos transados eran títulos representativos de importaciones y exportaciones. En el año 2000 esta bolsa, que concentró durante más de un siglo los hechos bursátiles más significativos en Brasil, se fusionó con la Bolsa de Valores de Sao Paulo (Bovespa) hoy por hoy la plaza con la mayor capitalización bursátil en la región¹⁸.

a) *Financiación de sociedades anónimas y del Estado*. Como se mencionó, el desarrollo de los sistemas de negociación y, en general, de los mercados bursátiles, tiene una estrecha relación con las necesidades de recursos y la evolución de las sociedades anónimas y del Estado. A continuación, una breve reseña de cómo se construyen estos estrechos vínculos.

a') *Las sociedades anónimas*. Desde sus inicios remotos como *societas publicanorum* en Roma, pasando por las *commenda* de la Italia medieval hasta las *société en commandite* y las *Kommanditgesellschaft* de Francia y Alemania, las sociedades anónimas han contado con un elemento de especial relevancia para el desarrollo de las empresas: la limitación del riesgo asociado al objeto social de la empresa al monto del capital aportado por los accionistas o socios de dichas empresas. Gracias a este elemento clave se evita que en ejercicio de la empresa social se vea comprometida la totalidad del patrimonio de los propietarios de este tipo de sociedades. De la misma forma, este vehículo societario cuenta con la virtud de dividir el dinero en títulos de propiedad anónimos y de igual valor, las acciones, que otorgan propiedad de la sociedad a sus tenedores según el número de títulos en su propiedad y en proporción al total de ellos que se encuentran en circulación. Además, se encuentra la facilidad de acceder o enajenar la propiedad de las acciones en el momento en que se considere necesario debido al principio de libre negociabilidad de estas.

Los beneficios mencionados y la necesidad de financiar las lucrativas expediciones comerciales de la Europa colonial del siglo XVI

¹⁷ <http://www.nyx.com/who-we-are/history/new-york>. Recuperado el 30 de enero de 2013.

¹⁸ Tomado de bmfbovespa.com.br. Recuperado el 30 de enero de 2013 en <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/quem-somos/empresas-do-grupo/bvrj/bvrj.aspx?idioma=pt-br>.

incentivaron la inversión privada de recursos en participaciones representativas del capital de las compañías expedicionarias. A medida en que creció el comercio colonial y aumentó el número de compañías expedicionarias, se empezó a ver un alto volumen de negociación de las acciones de estas, hechos que a la postre obligaron al mercado a organizar foros especializados para su negociación: las bolsas de valores¹⁹.

b') *Necesidades de financiación del Estado*. Por su parte, el Estado cumple un papel de suma relevancia en el desarrollo de los mercados de valores. Para no depender de manera exclusiva de los impuestos, desde el siglo XI ciertos estados europeos empezaron a emitir títulos de deuda, como ocurrió con España y los Juros Reales y las entonces repúblicas de Venecia y Génova. En sus inicios, la adquisición de dichos títulos era obligatoria, lo cual los hacía similares a los impuestos. Esto cambia gradualmente, y debido a los rendimientos asociados a dichos papeles se desarrolla un fuerte mercado secundario de ellos²⁰.

Hoy en día, el mercado de deuda pública desempeña un papel preponderante en el mercado de valores, a tal punto que en no pocos países la negociación y los montos de deuda pública superan con creces la negociación de acciones y deuda privada.

b) *Miembros y desmutualización*. Es de la mayor relevancia anotar que en sus inicios las bolsas de valores funcionaban bajo un modelo mutual sin ánimo de lucro, en el cual los miembros autorizados para negociar en ellas eran a su vez sus propietarios exclusivos, normalmente en partes iguales. Bajo este modelo se desarrollaron las bolsas de valores hasta finales del siglo XX, cuando se inicia un proceso de desmutualización con fundamento en los siguientes detonantes identificados por la doctrina internacional: (1) los crecientes intereses contrapuestos entre los miembros de las bolsas al momento de tomar decisiones estratégicas y operativas, lo cual frenaba y atrasaba el desarrollo del objeto de las

¹⁹ La estrecha relación entre las sociedades anónimas y las bolsas de valores se remonta al siglo XVI con las potencias europeas, que en su afán mercantil y colonialista, utilizaron la gestión privada y las sociedades anónimas para financiar y administrar el comercio y la explotación de sus distintas colonias. Fue así como en el siglo XVII la British East India Company (inglesa), la Dutch India Company (holandesa), la Danish East India Company (danesa), la Moscovy Company (rusa), la Compagnie des Indes Orientales, entre otras sociedades, empiezan a financiar sus travesías por medio de la emisión de acciones. Dado el volumen de su negociación y los réditos asociados a su explotación, se crean las bolsas de valores, la primera de ellas la Bolsa de Ámsterdam, tal y como se mencionó. Véase Mathias Siems, *The Foundations of Securities Law*, pp. 4-6.

²⁰ Ídem.

bolsas, y (2) el crecimiento acelerado de los mercados electrónicos en detrimento de los sistemas de negociación físicos tradicionales, que significaba perder competitividad y los obligaba a adoptar sistemas electrónicos con costos iniciales altos o a adquirir o fusionarse con otros sistemas existentes más desarrollados y eficientes²¹.

Con base en las precitadas causas, las bolsas abandonan el esquema mutual o cooperativo para convertirse en sociedades con un abierto ánimo de lucro en el cual es más eficiente y flexible ser inversionista que miembro, se enlistan en el mercado y abren su capital a los inversionistas por medio de ofertas públicas de valores. Este proceso de desmutualización inicia con la Bolsa de Opciones de Estocolmo (Optionsmäklarna), la cual enlista sus acciones en el mercado sueco en 1987. A esta iniciativa nórdica, entre otras, se unirían la Bolsa de Estocolmo (1993), las bolsas de Italia (1997), Australia (1998), Londres, Alemania, Euronext, Tokio, Osaka, Nasdaq, Colombia (2001) y la Bolsa de Nueva York (2005)²².

B) *De las bolsas de valores a los sistemas de negociación electrónicos*

El desarrollo tecnológico, la globalización de los mercados y de la economía y otros factores han sido los detonantes del paso de las bolsas de valores tradicionales con ruedas a viva voz hacia los sistemas de negociación electrónicos. Aunque hoy en día todavía existen bolsas de valores a viva voz, los sistemas de negociación electrónicos concentran un gran porcentaje de los mercados en el mundo. Estas plataformas electrónicas desdibujan las fronteras de los países para permitir que cualquier persona en cualquier parte del mundo negocie en mercados de diferentes países²³. Este desarrollo tecnológico ha traído consigo riesgos los cuales deben ser mitigados por los administradores de los sistemas de negociación. Al respecto el documento “Principios

²¹ Aggarwal Reena, Dahiya Sandeep. “Demutualization and Public Offerings of Financial Exchanges”, en *Journal of Applied Corporate Finance*, volumen 18, tema 3, verano 2006 18, pp. 6-10. Disponible en <http://faculty.msb.edu/aggarwal/exchanges.pdf> [consulta: 19 de mayo de 2016].

²² Aggarwal Reena, Dahiya Sandeep. *Demutualization and Public Offerings of Financial Exchanges*.

²³ Michael Gorham, Nidhi Singh, *Electronic Exchanges: The Global Transformation from Pits to Bits*, Elsevier Science, 2009, pp. 1-24.

aplicables a las infraestructuras del mercado financiero”²⁴ establece que los administradores de los sistemas de negociación y registro deberán contar con planes de contingencia que les permitan retomar actividades desde un lugar secundario en un evento de contingencia, y que los tiempos de recuperación y activación de los sistemas alternos deben ser cortos. El documento prevé además que los sistemas de infraestructura de los mercados de valores, como lo son los sistemas de negociación y registro, deben propender a la eficiencia, estableciendo como un principio de eficiencia, “[...] el uso de tecnologías y procedimientos (por ejemplo, procedimientos y normas de comunicación)”²⁵. Actualmente la tecnología es un componente fundamental de los mercados financieros y por lo tanto es vital para los sistemas de negociación y registro estar a la vanguardia de ella.

C) Desarrollo del mercado mostrador y de los sistemas de registro

De manera general y como ocurrió en Estados Unidos, el mercado mostrador u OTC²⁶ surge como respuesta a la imposibilidad de ciertos emisores de valores de acceder a las bolsas de valores y otros sistemas de negociación, sobre todo para el caso de las acciones. Como consecuencia de lo anterior, inversionistas institucionales y otros intermediarios comenzaron a transar dichos valores por fuera de las plazas bursátiles, en una negociación directa, generalmente, por vía telefónica.

Para el caso de los títulos de deuda privada y pública, es preciso anotar que históricamente su mercado natural ha sido el mercado mostrador. Lo anterior, debido a que los inversionistas con un mayor apetito por estos instrumentos siempre han sido inversionistas institucionales que cuentan con mayores experiencia y conocimientos de los mercados financieros, lo cual ha llevado a que estos negocien dichos títulos directamente en un ambiente menos regulado y protegido que el propio de los mercados bursátiles²⁷.

²⁴ Comité de Sistemas de Pago y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales (CPSS) y Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), *Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero*, abril de 2012 [en línea]. Disponible en http://www.bis.org/publ/cpss101_es.pdf [consulta: 19 de diciembre de 2013].

²⁵ Ídem.

²⁶ Over The Counter.

²⁷ Germán Darío Abella Abondano y Guillermo Quiroga Barreto, *Sistemas de negociación y registro de valores y de compensación y liquidación de valores*, pp. 54-55.

Teniendo en cuenta lo anterior, y en búsqueda de mayor transparencia e información para los mercados de activos financieros, se empezaron a desarrollar los sistemas de registro como repositorios de información para las transacciones celebradas en el mercado mostrador. No obstante lo indicado, la obligatoriedad para el registro de dichas operaciones se puede considerar una tendencia reciente; tal y como se señalará posteriormente, en Estados Unidos dicha obligatoriedad solo se estableció para bonos corporativos y títulos emitidos por algunas entidades públicas en la década del 2000-2010. En otros países la obligatoriedad ha estado ligada al tipo de intermediario que celebra la operación: tal es el caso de Chile, donde actores como los fondos de pensiones se encuentran obligados a registrar las operaciones sobre títulos de deuda.

3. HISTORIA DE LAS BOLSAS DE VALORES Y DE LOS SISTEMAS DE NEGOCIACIÓN Y REGISTRO EN COLOMBIA

A) *Bolsas de valores*

Las primeras décadas del siglo XX representan para Colombia una época de auge económico e industrial gracias a “[...] una importante expansión de la demanda interna de bienes y servicios, y la política económica que se siguió sirvió para que se crearan las condiciones para el desarrollo industrial”²⁸. En efecto, en los primeros años del siglo XX se constituyen una gran variedad de empresas pertenecientes a los sectores manufacturero, comercial, cafetero, entre otros. El problema, en aquella época, consistía en que las necesidades de recursos de dichas empresas no eran congruentes con el sistema financiero colombiano del momento ya que éste no contaba con la capacidad para financiar la expansión industrial y comercial. Como resultado de lo anterior, en Medellín y en Bogotá, en 1901 y 1903, respectivamente, se dan los primeros intentos para crear una bolsa de valores en Colombia; sin embargo, ninguno de los dos proyectos tuvo éxito²⁹.

²⁸ Carlos Caballero, “La Bolsa de Bogotá, antecedentes de la bolsa de valores de Bogotá”, en *Revista Credencial Historia*, edición 150, junio de 2002. Disponible en <http://www.banrepcultural.org/blaavirtual/revistas/credencial/junio2002/labolsa.htm> [consulta: 19 de mayo de 2016].

²⁹ Carlos Caballero, “La Bolsa de Bogotá, antecedentes de la bolsa de valores de Bogotá”.

Después de los intentos de comienzos del siglo XX, en 1928 se constituye la Bolsa de Valores de Bogotá con un capital inicial de 20.000 pesos. Después, en 1961 y 1983, se crearon las bolsas de valores de Medellín y Cali-Occidente, respectivamente.

En un principio, jurídicamente las bolsas de valores en Colombia no contaban con regulación específica respecto de su creación, naturaleza o funcionamiento, por lo cual se constituyeron como sociedades comerciales y se rigieron por las normas dictadas por sus accionistas en los estatutos sociales. Para llenar este vacío se expidió la Ley 16 de 1936, en la cual se somete a las bolsas a la supervisión del Estado y se habilita al Gobierno Nacional para regular lo atinente a su constitución y actividad, entre otros factores esenciales. En cumplimiento de este mandato legal, el Gobierno Nacional expidió el Decreto 1273 de 1936, que rigió la actividad de las bolsas de valores hasta la expedición del Decreto Ley 2969 de 1960.

El precitado Decreto Ley 2969 de 1960, cuya vigencia parcial se mantiene hoy en día, deroga casi en su totalidad a su antecesor, el Decreto 1273 de 1936, y actualiza el régimen de las bolsas de valores. En dicho, decreto se prevén las calidades mínimas con que debe contar el empresario o entidad administradora de este tipo de establecimientos, obligando a su creación como sociedades anónimas mutuales cuyos accionistas eran principalmente sus propios corredores autorizados; así mismo, se obliga a dichos empresarios a garantizar la idoneidad y responsabilidad de sus directores y administradores, se actualiza el valor de sus capitales mínimos y se establece una garantía monetaria para asegurar el cumplimiento de las obligaciones de los empresarios o administradores de bolsa bajo el decreto y demás normas aplicables. Además, el decreto establece los requisitos de funcionamiento de las bolsas de valores, sus reglamentos, los valores susceptibles de ser negociados en ellas, las facultades de la Superintendencia Bancaria (hoy Superintendencia Financiera de Colombia) frente a ellas, las obligaciones mínimas de los corredores de bolsa y, en general, todos los aspectos que en aquel entonces se consideraban suficientes para cubrir la actividad y el funcionamiento de estos sistemas o foros de negociación.

Posteriormente, mediante la expedición de la Ley 27 de 1990, se establecieron los parámetros y principios para la admisión de nuevas sociedades comisionistas a las bolsas y la estructura y normas de gobierno corporativo de estas últimas. Esta ley mantuvo en su momento el principio de mutualidad dentro del capital social de las sociedades

administradoras de bolsas valores, reforzando la exclusividad de las sociedades comisionistas y ciertas entidades sin ánimo de lucro y un reducido grupo de agentes como sus accionistas, previendo además que los dividendos de las bolsas de valores solo podían repartirse en acciones de la misma bolsa. Se dispuso también la necesidad de establecer por vía estatutaria la existencia de sus órganos de dirección, fiscalización y vigilancia de sus miembros.

Con la expedición de la Ley 510 de 1999 se rompe la mutualidad de las bolsas de valores al derogar varios artículos de la Ley 27 de 1990, y se hace posible que cualquier persona participe en el capital accionario de las bolsas de valores. De igual forma se permite con su expedición la repartición de utilidades sociales no solo en acciones sino también en dinero. Esta coyuntura permitiría que en el año 2001 se fusionaran las bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente para constituir la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Luego, en el año 2005 y como respuesta a la tendencia internacional, la BVC se desmutualizó parcialmente y su acción fue inscrita en esta.

Después del Decreto Ley 2969 de 1960 y las leyes 27 de 1990 y 510 de 1999 se han expedido varias disposiciones que reglamentan las actividades de las bolsas de valores, dentro de las cuales encontramos la Ley 964 de 2005 y los decretos 3767 de 2005, 692 de 2007 y 4808 de 2008, entre otros, hoy incluidos en el Decreto 2555 de 2010.

B) Sistemas de negociación y registro

El primer concepto que podemos encontrar en la legislación colombiana sobre la administración de sistemas de negociación, en su época conocidos como “sistemas centralizados de operaciones” o “sistemas centralizados de información para transacciones”, se encuentra previsto en las resoluciones 005 de 1990 y 292 de 1994 de la antigua Superintendencia de Valores. Aunque ambas figuras podían tener ruedas transaccionales y de registro, los sistemas centralizados de operaciones tenían mayores obligaciones y regulación que los sistemas centralizados de información para transacciones.

Además, los sistemas centralizados de operaciones debían ser administrados por sociedades sujetas a la inspección y vigilancia permanente del Estado y debían estar inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, mientras que los sistemas centralizados de información para transacciones no tenían como exigencia la administración por parte de un sujeto calificado. Este arbitraje regulatorio generaba, por

ejemplo, que para la autorización o creación de un sistema centralizado de operaciones se debieran seguir los procedimientos establecidos para la creación de entidades financieras incluida la autorización de la autoridad competente, y que para la creación de un sistema centralizado de información para transacciones no se requiriera ningún tipo de procedimiento o autorización especial. Las normas antes citadas fueron recogidas después por la Resolución 400 de 1995 expedida por la Sala General de la Superintendencia de Valores, en sus artículos 4.1.1.1 al 4.2.0.5.

Aunque desde principios de los años noventa existía un marco normativo que regulaba los sistemas de negociación y registro, sólo es hasta el año 1997 cuando se crea el primer sistema centralizado de información para transacciones³⁰. En este año las antiguas bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente crearon el Sistema Centralizado de Información para Transacciones, denominado Inverlace. Este sistema contaba con un módulo de negociación y un módulo de registro donde se centralizaba el registro de las operaciones de deuda privada de los operadores de las tres bolsas que estaban obligados a registrar sus operaciones o que simplemente decidían hacerlo.

No obstante contar desde principios de los noventa con un marco jurídico que regulaba los sistemas de negociación, el mercado mostrador seguía siendo el escenario para la negociación de instrumentos de deuda. A finales de los años noventa debido a escándalos por la compra y venta de títulos a precios por fuera de mercado, especialmente por parte de entidades públicas y fondos de pensiones, la negociación a través de sistemas de negociación se volvió obligatoria para gran parte de los actores de este mercado.

Además, la creación en el año 1997 del programa de creadores de mercado de deuda pública, que tenía como propósito principal la profundización de dicho mercado con el objetivo de fortalecer el financiamiento de la Nación mediante instrumentos de deuda soberana, impulsó de igual forma la creación de sistemas de negociación buscando el desarrollo de un mercado secundario líquido para este tipo de instrumentos.

³⁰ Bolsa de Valores de Colombia, *Evolución del mercado de activos de Colombia* [en línea]. Disponible en <http://www.bvc.com.co/bvcweb1/mostrarpagina.jsp?codpage=10> [consulta: 19 de mayo de 2016].

En respuesta a estos cambios normativos, y al auge de la deuda pública, en el año 2001 se creó el Mercado Electrónico Colombiano, administrado por la BVC, y el Sistema Electrónico de Negociación (SEN), administrado por el Banco de la República.

En el año 2005 con la expedición de la Ley 964 se establecieron las bases para la consolidación de los sistemas de negociación. Luego, con la expedición de los decretos 1120 y 1121 de 2008 (hoy incluidos en el Decreto 2555 de 2010) se eliminó la obligatoriedad para gran parte de los intermediarios de tener que transar mediante sistemas de negociación, pero se estableció la obligatoriedad de registrar todas las operaciones sobre valores celebradas en el mercado mostrador. Lo anterior permitió más dinamismo al mercado, protegiendo los principios de información y transparencia de los mercados.

4. BOLSAS DE VALORES Y SISTEMAS DE NEGOCIACIÓN Y REGISTRO EN EL ORDENAMIENTO JURÍDICO COLOMBIANO

A) *Actividad del mercado de valores*

El artículo 3° de la Ley 964 de 2005, definió como actividad del mercado de valores la administración de sistemas de negociación o registro sobre valores, futuros, opciones y demás derivados.

B) *Definición normativa*

a) *Bolsas de valores*. Según el artículo 1.° del Decreto Ley 2969 de 1960, las bolsas de valores “son establecimientos mercantiles cuyos miembros se dedican a la negociación de toda clase de valores y demás bienes susceptibles de este género de comercio”.

Si bien esta definición normativa se encuentra vigente, es demasiado amplia y no corresponde al concepto actual de bolsas, al referirse a ellas como establecimientos de comercio, que, como veremos, no es apropiado dada la evolución de los mercados. Una definición más concreta y moderna de las bolsas de valores podría asemejarse a la definición que de los sistemas de negociación realiza el Decreto 2555 de 2010, la cual pasamos a ver a continuación.

b) *Sistemas de negociación de valores*. De conformidad con la normativa colombiana los sistemas de negociación son mecanismos de carácter multilateral y transaccional, a los cuales acuden los participantes o entidades afiliadas para el cierre de ofertas sobre valores (u otros activos

financieros definidos en normas especiales, como las divisas) y para la divulgación de información al mercado sobre dichas operaciones³¹.

En opinión de los autores, si bien la definición que se encontraba prevista en el artículo 4.2.1.1 del Decreto 1120 de 2008 (actualmente, artículo 2.15.2.1.1 del Decreto 2555 de 2010) hacía referencia a la regulación de los sistemas de negociación de renta fija en Colombia, dicha definición podría hacerse extensiva a las bolsas de valores, ya que en la práctica cumplen con los preceptos citados en ella.

c) *Sistemas de registro*. Por su lado, los sistemas de registro son repositorios de información de operaciones celebradas en el mercado secundario mostrador³². Estos tienen como objetivo centralizar la información de las operaciones celebradas por fuera de los sistemas de negociación o transaccionales con el propósito de regular de cierta forma la oferta y la demanda de los activos negociados por fuera de dichos sistemas. Según el Decreto 2555 de 2010, los sistemas de registro son mecanismos cuyo objeto es el de recibir y registrar información sobre valores en el mercado mostrador.

Es importante señalar que tanto en el concepto normativo de los sistemas de negociación como en el de los sistemas de registro se hace referencia a la transparencia en las operaciones transadas o registradas en dichos sistemas. Se define *transparencia* como la oportunidad y suficiencia con las cuales la información (precio, tasa, volumen) relativa a las operaciones celebradas o registradas en dichos sistemas se hace disponible para los participantes de dichos sistemas y para el mercado en general.

Al respecto de la transparencia la norma colombiana distingue entre la transparencia en la prenegociación y la transparencia en la postnegociación. Por su función dentro del mercado la transparencia en la prenegociación solo tiene relevancia para los sistemas de negociación y es definida como la revelación a los afiliados de dichos sistemas a través

³¹ El artículo 2.15.2.1.1 del Decreto 2555 del 2010 define los sistemas de negociación como “un mecanismo de carácter multilateral y transaccional, mediante el cual concurren las entidades afiliadas al mismo, bajo las reglas y condiciones establecidas en el presente decreto, en el reglamento aprobado por la Superintendencia Financiera de Colombia y aquellas adoptadas por la entidad administradora, para la realización en firme de ofertas sobre valores que se cierran en el sistema y para la divulgación de información al mercado sobre dichas operaciones”.

³² El artículo 7.4.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010 define el mercado mostrador como aquel que se desarrolla por fuera de los sistemas de negociación de valores.

de los mecanismos definidos (transaccionales, voz o mixtos) de los precios o tasas de compra y venta de las posturas vigentes sobre los activos negociados en dichos sistemas. La transparencia postnegociación tiene gran importancia tanto para los sistemas de negociación como para los sistemas de registro y es la que establece que dichos sistemas deberán poner en conocimiento de sus participantes y del mercado en general la información sobre las operaciones registradas en ellos, en aspectos tales como precios, promedios y volúmenes.

C) Sociedades administradoras: entidades, dirección, administración y gobierno corporativo

a) Bolsas de valores

a') Entidades autorizadas para administrarlas. Según lo establece el Decreto Ley 2969 de 1960, las bolsas de valores, como establecimientos de comercio, deben ser administradas por empresarios que cuenten con la calidad de sociedades anónimas autorizadas para tales efectos por el Superintendente Bancario (hoy Superintendente Financiero).

En la práctica, hoy en Colombia únicamente existe una sociedad anónima de esta naturaleza bajo la razón social de Bolsa de Valores de Colombia S. A.

b') Accionistas. Tal y como se indicó, desde la expedición de la Ley 510 de 1999 cualquier persona natural o jurídica puede ser accionista de las bolsas de valores. En todo caso, según lo prevé el artículo 2.º de dicha ley, un mismo beneficiario real no podrá tener más del 10% del capital social.

Por otro lado, si bien el capital de las bolsas de valores se encuentra desmutualizado, las sociedades comisionistas no se han marginado de la propiedad accionaria de las bolsas y siguen cumpliendo un papel importante como únicas entidades habilitadas para transar directamente en el mercado de acciones. De hecho, como se explicará más adelante, la Bolsa de Valores de Colombia exige a las sociedades comisionistas adquirir un número de puestos de bolsa y un número mínimo de acciones ordinarias de la entidad para poder operar como miembros del sistema de renta variable de la entidad³³, por esto se considera que la Bolsa de Valores de Colombia se encuentra parcialmente desmutualizada.

³³ Artículo 1.5.1.6 del Reglamento General de la BVC.

c') *Gobierno corporativo*. En principio, el gobierno corporativo de las bolsas de valores como sociedades anónimas sujetas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia se encuentra desarrollado de manera general en (1) el Libro Segundo, títulos I y VI del Código de Comercio (normas sobre sociedades comerciales y sociedades anónimas, sobre todo el capítulo III, en lo referente a los órganos sociales y los administradores); (2) el título I de la Ley 222 de 1995; y (3) la parte III, capítulo VIII, del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (Dirección y Administración de Entidades Vigiladas).

Como complemento de lo anterior, existe un marco normativo especial de normas de gobierno corporativo aplicable a las bolsas de valores, en temas tales como:

- *Asamblea de accionistas*. En cuanto a la asamblea de accionistas, tal y como antes se indicó, el capital social de la sociedad administradora de la bolsa se encuentra abierto a cualquier persona, siempre que ningún beneficiario real concentre, directa o indirectamente, más del 10% de las acciones en circulación. Ésta tiene como propósito que no exista una concentración en la propiedad accionaria y por lo tanto la asamblea general de accionistas sea plural y desconcentrada, propendiendo a obedecer las necesidades del mercado, sin prevalencia de un interés particular.

- *Consejo directivo*. En lo referente al consejo directivo, es importante anotar que este órgano no es otra cosa que un órgano de administración en el sentido previsto en el artículo 22 de la Ley 222 de 1995 y, en principio, cumple con las funciones que normalmente se atribuyen a las juntas directivas como entes colegiados encargados de la definición de la estrategia de negocios de la entidad y la consolidación de su actividad empresarial, maximizando el valor, la rentabilidad y la eficacia de las bolsas de cara a sus accionistas, y ejerciendo funciones de supervisión del órgano de representación legal. Así mismo, el consejo directivo cuenta con otras funciones de variado orden dentro de las cuales se encuentra evaluar la admisión de los nuevos miembros de las bolsas.

Con la expedición del Decreto 3767 de 2005, incluido actualmente en el Decreto 2555 de 2010, el Gobierno Nacional definió reglas especiales para la composición y el funcionamiento de los consejos directivos de las bolsas de valores, entre las cuales se destacan:

- **Miembros independientes:** Se establece que como mínimo el 40% de los miembros del consejo directivo deben tener la calidad de

independientes, y se definen las causales para que una persona no pueda ser considerada independiente³⁴.

- Calidades de los miembros: se prevé la facultad para que las bolsas definan en sus estatutos las calidades mínimas con las que deben contar los miembros no independientes del consejo.
- Elección: se establece que las elecciones de los miembros independientes y de los miembros no independientes deberán realizarse en votaciones separadas, en los términos del artículo 436 del Código de Comercio.
- Suplencias: se permite que las bolsas definan vía estatutos la no existencia de suplencias en el consejo directivo³⁵; y
- Número de miembros: se define como regla especial que las bolsas pueden establecer el número de miembros que conforman el consejo directivo³⁶.

³⁴ “Artículo 1o. Integración de los consejos directivos de las bolsas de valores. Cuando menos el cuarenta por ciento (40%) de los miembros del consejo directivo de las bolsas de valores tendrán la calidad de independientes. Para efectos de lo dispuesto en el presente artículo se entenderán por independientes todas las personas naturales, salvo las que se encuentren en las siguientes situaciones:

”1. Empleado o directivo de las bolsas de valores o de alguna de sus filiales o subsidiarias, incluyendo aquellas personas que hubieren tenido tal calidad durante el año inmediatamente anterior a la designación, salvo que se trate de la reelección de una persona independiente.

”2. Accionistas que directamente o en virtud de convenio dirijan, orienten o controlen la mayoría de los derechos de voto de las bolsas de valores o que determinen la composición mayoritaria de los órganos de administración, de dirección o de control de la misma.

”3. Socio o empleado de asociaciones o sociedades que presten servicios de asesoría o consultoría a las bolsas de valores, cuando los ingresos por dicho concepto representen para aquellos, el veinte por ciento (20%) o más de sus ingresos operacionales.

”4. Empleado o directivo de una fundación, asociación o sociedad que reciba donativos importantes de las bolsas de valores. Se consideran donativos importantes aquellos que representen más del veinte por ciento (20%) del total de donativos recibidos por la respectiva institución.

”5. Administrador de una entidad en cuya junta directiva participe un representante legal de las bolsas de valores.

”6. Persona que reciba de las bolsas de valores alguna remuneración diferente a los honorarios como miembro del consejo directivo o de cualquier comité creado por el mismo.”

³⁵ Actualmente el Consejo Directivo de la BVC no tiene suplencias, conforme al artículo 47 de sus estatutos sociales.

³⁶ Aunque la Ley 964 de 2005 define que los emisores de valores deberán tener una junta directiva compuesta por mínimo cinco y máximo diez miembros, se considera que

Además de las normas previstas en el decreto antes citado, el artículo 2.º de la ley 27 de 1990, modificado por el artículo 56 de la Ley 510 de 1999, prevé que cada sociedad comisionista solo podrá tener un asiento en el consejo directivo.

Por otra parte, el artículo 75 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero prohibía a los representantes legales, directores y administradores de las bolsas de valores desempeñarse como representantes legales, directores o administradores de un establecimiento de crédito o como presidente, gerente, representante legal, administrador o miembro de junta directiva de otra bolsa o sistema de negociación o registro de operaciones sobre valores. Sin embargo, el artículo 123 de la Ley 510 de 1999 derogó esta disposición.

- *Aplicación de normas de gobierno corporativo para emisores.* En el caso en que la bolsa de valores sea a su vez emisor de valores, como lo es hoy en día la BVC, deberá cumplir las normas de gobierno corporativo previstas para estos (con excepciones cuando existe norma especial como, por ejemplo, como se indicó antes, el número de miembros del consejo directivo y el porcentaje de miembros independientes de la junta directiva, que para los emisores es del 25% y para las bolsas de valores es del 40%).

Se destacan entre otras normas para emisores la obligación de publicar al mercado la información periódica y relevante de la sociedad y la existencia de un comité de auditoría.

b) *Sistemas de negociación y registro*

a') *Entidades autorizadas para administrarlos.* Conforme al artículo 67 de la Ley 964 de 2005, la actividad de administración de sistemas de negociación de valores también podrá ser desarrollada por sociedades anónimas, de objeto exclusivo, que tengan como propósito facilitar la negociación de valores inscritos mediante la provisión de infraestructura, servicios y sistemas, y de mecanismos y procedimientos adecuados para realizar las transacciones, las cuales se denominarán “sociedades administradoras de sistemas de negociación”. Después de la Ley 964 de 2005, el Decreto 1121 de 2008 (incluido hoy en el Decreto 2555 de 2010, artículos 2.15.1.2.1 y siguientes) autorizó expresamente para administrar sistemas de negociación al Banco de la República, a

la autorización del Decreto 3767 de 2005 es una norma especial y por lo tanto prima sobre la general. En tal sentido actualmente el Consejo Directivo de la BVC está compuesto por trece miembros principales, de los cuales siete tienen la calidad de independientes.

las bolsas de valores, a las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales y de otros *commodities* y a las sociedades anónimas de objeto exclusivo a que se refiere el citado artículo 67 de dicha ley³⁷.

En cuanto a la administración de sistemas de registro sobre valores, la Ley 964 de 2005 no define las entidades que pueden cumplir con dicha labor, no obstante el Decreto 1121 de 2008 antes citado establece que dichos sistemas pueden ser administrados por las entidades autorizadas para administrar sistemas de negociación, así como por entidades administradoras de sistemas de compensación y liquidación³⁸.

Por especialidad de materia y su relevancia, a continuación únicamente haremos una aproximación a ciertos aspectos del régimen de las sociedades anónimas constituidas exclusivamente para la administración de los sistemas de negociación y registro de valores.

b') *Accionistas*. Aunque el artículo 67 de la Ley 964 de 2005 califica las entidades³⁹ que pueden ser accionistas de una sociedad administradora de sistemas de negociación y registro sobre valores, el Decreto 2555 de 2010 también establece otras entidades que pueden serlo, al señalar que “[...] cualquier persona natural o jurídica que no tenga prohibido tener tal calidad según su régimen normativo” puede tener

³⁷ Con respecto a los sistemas de negociación y registro sobre divisas, la Resolución 4 de 2009 de la Junta Directiva del Banco de la República no define qué tipos de entidades pueden realizar la administración de los sistemas, no obstante establece unos requisitos para las entidades que así quieran hacerlo entre estos, la obtención de autorización para su constitución por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia, de conformidad con lo previsto en el artículo 53 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y la inscripción como proveedores de infraestructura en el Registro Nacional de Agentes del Mercado.

³⁸ De conformidad con el artículo 2.12.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010, podrán administrar sistemas de compensación y liquidación de operaciones sobre valores las sociedades anónimas constituidas exclusivamente para tal fin, las bolsas de valores, las cámaras de riesgo central de contraparte, las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales y de las *commodities*, el Banco de la República y los depósitos centralizados de valores.

³⁹ Ley 964 de 2005, artículo 67. “*Sistemas de negociación de valores*. [...] Podrán ser socios de las sociedades administradoras de sistemas de negociación los intermediarios de valores, los establecimientos de crédito, las sociedades de servicios financieros, las compañías de seguros, las sociedades de capitalización, las bolsas de valores, las bolsas de productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*, los intermediarios de estas últimas y los depósitos centralizados de valores, así como las demás personas que autorice el Gobierno Nacional por vía general.”

dicha condición. En tal sentido, podrá ser accionista de una sociedad administradora de sistemas de negociación y registro cualquier persona jurídica que no tenga prohibido dentro de sus estatutos o en su régimen de inversión la titularidad de acciones en este tipo de entidades.

No obstante lo anterior, no existe una restricción en cuanto a qué tipo de personas pueden ser accionistas de las sociedades administradoras de sistemas de negociación y registro, aspecto distinto al porcentaje máximo de participación que pueden llegar a suscribir, cuya definición la Ley 964 de 2005 delegó en el Gobierno Nacional. Al respecto, el Decreto 2555 de 2010 señaló que nadie podrá ser beneficiario real de más del 30% del capital social de las sociedades administradoras de sistemas de negociación y registro de valores; sin embargo, estableció igualmente una excepción a este porcentaje máximo para las bolsas de valores, las bolsas de futuros y opciones, las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*, los depósitos centralizados de valores, las sociedades administradoras de sistemas de intercambios comerciales del mercado mayorista de energía eléctrica, los organismos de autorregulación y las sociedades extranjeras cuyo objeto sea desarrollar la administración de bolsas de valores, de sistemas de negociación de valores o de sistemas de registro de operaciones sobre valores y sean reconocidas internacionalmente por ello, quienes pueden ser beneficiarios reales hasta del 100% del capital social de las sociedades administradoras de sistemas de negociación y registro sobre valores.

c') *Gobierno corporativo*. En materia de gobierno corporativo, el Gobierno Nacional no ha hecho uso de las facultades de intervención que le otorgó el literal k del artículo 4.º de la Ley 964 de 2005, consistente en dictar normas relacionadas con el gobierno corporativo de las bolsas de valores y de los sistemas de negociación de valores, entre otros; es esta la razón por la cual las sociedades administradoras deben acudir a los principios generales de gobierno corporativo previstos en el Código de Comercio, la Ley 222 de 1995 y en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero que por remisión aplican, según lo dispuesto en el artículo 22 de la Ley 964 de 2005, modificado por el artículo 83 de la Ley 1328 de 2009.

D) *Activos negociados*

a) *Bolsas de valores*. Si bien el artículo 11 del Decreto Ley 2969 de 1960 habilita a las bolsas de valores para que en ellas se negocie una

gran variedad de valores tanto de renta variable como de renta fija⁴⁰, en la práctica, la Bolsa de Valores de Colombia, como sistema transaccional propiamente dicho, en su reglamento sólo admite la negociación de acciones, bonos obligatoriamente convertibles en acciones y otros valores de renta variable⁴¹.

b) *Sistemas de negociación y registro*. Los sistemas de negociación de valores y de registro permiten que en ellos se transen y registren operaciones sobre valores de renta fija y, en general, todos aquellos valores distintos a las acciones o los bonos obligatoriamente convertibles en acciones. En efecto, el artículo 4.1.1.4 del Decreto 1120 de 2008 (hoy artículo 2.15.1.1.4 del Decreto 2555 de 2010) prevé que “podrán ser objeto de negociación o de registro en los sistemas regulados en este título, los valores o títulos distintos de acciones y bonos obligatoriamente convertibles en acciones, que se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores”.

Es de anotar que el avance y la profundización de los mercados ha permitido la creación de sistemas de negociación de derivados y *commodities*, así como de divisas, estos últimos regulados por el Banco de la República⁴².

E) *Funciones y deberes*

a) *Funciones de las bolsas de valores*. En cuanto a las bolsas de valores, sus funciones se encuentran dispersas en la normatividad que las rige, y se destacan las siguientes⁴³:

⁴⁰ Dice el artículo 11 del Decreto Ley 2969 de 1960: “Mediante los requisitos que determinen los reglamentos, será objeto de la operación de bolsa, previa su respectiva inscripción, la compra y venta de los siguientes valores: 1. Bonos y otras obligaciones emitidas por entidades de derecho público y establecimientos oficiales o semioficiales; 2. Bonos y otras obligaciones emitidas por Gobiernos extranjeros. 3. Acciones y bonos emitidos por sociedades comerciales legalmente constituidos. 4. Acciones, títulos de participación, cédulas hipotecarias, bonos de garantía general y de garantía específica, y otras obligaciones emitidas por establecimiento de crédito legalmente autorizados. 5. Pagarés y letras de cambio garantizados por establecimientos bancarios. 6. Metales amonedados en barras y divisas extranjeras, en cuanto lo permitan las disposiciones legales. 7. Los demás valores de la misma naturaleza de los expresados, previa autorización de la Comisión Nacional de Valores”.

⁴¹ Artículo 2.10.5.1.1, del Decreto 2555 de 2010.

⁴² El Banco de la República, por medio de la expedición de la Resolución Externa 4 de 2009, reglamentó los sistemas de negociación y registro para operaciones sobre divisas.

⁴³ Germán Darío Abella Abondano, y Guillermo Quiroga Barreto, *Sistemas de negociación y registro de valores y de compensación y liquidación de valores*, pp. 74-75.

- Inscribir, previo el cumplimiento de los requisitos legales, títulos o valores para ser negociados en bolsa (artículo 3.º del Decreto Ley 2969 de 1960).
- Mantener el funcionamiento de un mercado bursátil debidamente organizado que ofrezca a los inversionistas y negociantes en títulos o valores y al público en general condiciones suficientes de seguridad, honorabilidad y corrección (artículo 3.º del Decreto Ley 2969 de 1960).
- Establecer la cotización efectiva de los títulos o valores inscritos mediante la publicación diaria de las operaciones efectuadas y de los precios de oferta y demanda que queden vigentes al finalizar cada sesión pública de bolsa (artículo 3.º del Decreto Ley 2969 de 1960).
- Fomentar las transacciones de títulos y valores, y reglamentar las actuaciones de sus miembros (artículo 3.º del Decreto Ley 2969 de 1960).
- Velar por el estricto cumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias por parte de sus miembros evitando especulaciones perjudiciales para los valores inscritos o para la economía nacional (artículo 3.º del Decreto Ley 2969 de 1960). Esta función debe entenderse modificada por la actividad de autorregulación consagrada por la Ley 964 de 2005.
- Ofrecer al público, conforme a los respectivos reglamentos, datos auténticos sobre las entidades cuyos títulos estén inscritos en bolsa (artículo 3.º del Decreto Ley 2969 de 1960).
- Establecer martillos para el remate público de títulos o valores negociables en bolsa, especialmente de aquellos a que se refiere el artículo 102 de la Ley 45 de 1923 (artículo 3.º del Decreto Ley 2969 de 1960).
- Organizar y fomentar la negociación de divisas por parte de sus miembros (artículo 73 de la Ley 510 de 1999).
- Administrar sistemas de negociación y de registro de valores (artículo 3.º, literal *e* de la Ley de Valores), que cumplan con las condiciones previstas en el artículo 2.15.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010.
- Organizar centros de arbitraje y conciliación para dirimir las controversias que se presenten por causa o con ocasión de operaciones o actividades en el mercado de valores (artículo 68 de la Ley 510 de 1999), función que hasta el momento no ha sido desarrollada por la BVC, única bolsa de valores actualmente existente en el país.

- Actuar como organismos autorreguladores frente a la actividad de intermediación de valores (artículo 25 de la Ley 964 de 2005 y artículo 11.4.2.1.1 del Decreto 2555 de 2010). En esa medida, las bolsas podrían ejercer cualquiera de las funciones que comprende la actividad de autorregulación y que son la función normativa, de supervisión o disciplinaria. Conviene aclarar que esta función estaba asignada a las bolsas de valores en relación con sus miembros por los numerales 4 y 5 del artículo 3.º del Decreto Ley 2969 de 1960.
- Administrar sistemas de compensación y liquidación⁴⁴ (artículo 9.º de la Ley 964 de 2004 y artículo 2.12.1.1.1 Decreto 2555 de 2010).
- Administrar el sistema de cotización de valores extranjeros, conocidos como Mercado Global Colombiano y Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) (título 6, capítulos 1 y 2, del Decreto 2555 de 2010).

b) *Funciones de las sociedades administradoras de sistemas de negociación y registro.* Aunque la regulación no establece de forma explícita las funciones que deben desarrollar las sociedades administradoras de sistemas de negociación de valores y de sistemas de registro de operaciones sobre valores, las funciones o actividades que deben ser desarrolladas por dichas entidades pueden deducirse de los deberes impuestos por el Decreto 2555 de 2010, dentro de las cuales se destacan las siguientes:

- La expedición de reglamentos de funcionamiento de los sistemas que se administren. Los reglamentos de funcionamiento revisten gran importancia teniendo en cuenta que son las reglas que determinan la actuación de miembros y participantes en dichos sistemas y su incumplimiento puede dar lugar a sanciones por parte de los organismos autorreguladores o la Superintendencia Financiera de Colombia.
- Llevar a cabo todas las actividades relacionadas con la afiliación de los participantes. Para tal efecto se deberán definir en el reglamento de funcionamiento del sistema el procedimiento y los requisitos.

⁴⁴ En el artículo 9 de la Ley 964 de 2005 se define a los sistemas de compensación y liquidación como “[...] el conjunto de actividades, acuerdos, agentes, normas, procedimientos y mecanismos que tengan por objeto la confirmación, compensación y liquidación de operaciones sobre valores. Para ser reconocidos como sistemas de compensación y liquidación, tales actividades, acuerdos, normas, procedimientos y mecanismos deberán constar en reglamentos previamente aprobados por la Superintendencia de Valores”.

Asimismo deberán llevar un registro actualizado de los participantes o afiliados a sus sistemas.

- Mantener un registro sobre los activos que pueden ser transados o registrados en los sistemas que administran.
- Adoptar e implementar mecanismos para facilitar la compensación y liquidación de las operaciones celebradas o registradas en los sistemas que administran.
- Contar con y mantener toda la información relacionada con las operaciones que se realicen o registren en los sistemas administrados, entre esta la referente a posturas de oferta y demanda.
- Monitorear las ofertas, posturas y operaciones que se realicen o registren a través de los sistemas administrados.
- Administrar la información sobre las operaciones y afiliados o participantes de los sistemas de negociación y registro y mantener la confidencialidad de aquella, lo anterior sin perjuicio de los reportes que deba realizar a las autoridades competentes o la que sea solicitada por decisión judicial o administrativa.
- Realizar la administración de los riesgos a los que está expuesta como sociedad administradora así como a los que estén expuestos los sistemas de negociación o registro administrados.
- Proveer conforme a las normas vigentes la información relacionada con los precios, montos, tasas y demás información relacionada con las operaciones celebradas o registradas en los sistemas que administra.
- Suministrar a las autoridades (organismos de autorregulación, Superintendencia Financiera de Colombia, Banco de la República, entre otras) la información que estas requieran, según su competencia, relacionada con las operaciones que se celebren o registren en los sistemas que administran o con los participantes o afiliados a dichos sistemas. En este mismo sentido, las sociedades administradoras de sistemas de negociación y registro deberán informar a las autoridades competentes la información que conozcan sobre posibles infracciones de los participantes o afiliados a los sistemas o cualquier hecho que pueda ser objeto de investigación por parte de dichas autoridades, y deberán colaborar en las investigaciones que dichas entidades lleven a cabo relacionadas con operaciones celebradas o registradas en los sistemas que administran o con los participantes o afiliados a dichos sistemas.
- Además de las actividades o los deberes relacionados anteriormente, vale la pena señalar que las sociedades administradoras de sistemas

de negociación y registro no pueden actuar como contraparte de operaciones que se celebren o registren en los sistemas administrados o en operaciones que se celebren o registren en otros sistemas administrados por terceros pero cuyo activo sea uno de los que se negocien o registren en sistemas administrados por dichas entidades.

F) Participantes, afiliados o miembros

a) *Bolsas de valores*. Normativa e históricamente, el acceso directo a los sistemas de renta variable administrados por las bolsas de valores se ha reservado de manera exclusiva a las sociedades comisionistas de bolsa. De esta forma, quienes pretendan negociar sobre acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones o instrumentos financieros derivados cuyo subyacente sean acciones inscritas en las bolsas deben acudir a las sociedades comisionistas para dicha finalidad, bien sea a través del contrato de comisión o del contrato de administración de portafolio de terceros.

Para efectos de acceder a las bolsas de valores, encontramos en primer lugar el artículo 23 de Decreto Ley 2969 de 1960, que prevé los siguientes requisitos para que una sociedad comisionista sea admitida como miembro de éstas:

- Ser hábil legalmente para ejercer el comercio;
- Gozar de buena reputación y haber cumplido estrictamente con sus obligaciones civiles y comerciales;
- No haber sido declarado en quiebra ni haber sido sometido a concurso de acreedores ni sufrido condena judicial por causas que afecten su buen nombre;
- No haber sido expulsado de otra institución análoga nacional o extranjera;
- Ser accionista de la sociedad que ha constituido la bolsa y poseer en ella, por derecho propio, acciones por el valor requerido en el respectivo reglamento, y
- Reunir los demás requisitos que exige el respectivo reglamento.

Por su parte, la Bolsa de Valores de Colombia ha establecido en el título quinto de su Reglamento General un procedimiento específico y extenso para la admisión de sus miembros.

Este proceso se adelanta por parte del solicitante ante el Consejo Directivo de la BVC y para su perfeccionamiento se requiere de dicho

solicitante (1) la elaboración de un documento con ciertas declaraciones y manifestaciones bajo la gravedad del juramento⁴⁵, (2) adjuntar copia de una extensa lista de documentos corporativos, financieros, sobre no antecedentes penales, antecedentes laborales y profesionales, en los cuales se acredite la aptitud del solicitante, sus accionistas y directivos para ser miembros de la bolsa⁴⁶, y (3) acreditar el cumplimiento del solicitante y sus accionistas de una serie de requisitos y calidades respecto de su honorabilidad, reputación moral, comercial y social que

⁴⁵ Reza el artículo 1.5.1.2 del Reglamento General de la Bolsa de Valores de Colombia: “Solicitud de admisión de una sociedad miembro. 1. Para ingresar a la Bolsa con el carácter de miembro tanto la sociedad, si ya estuviere constituida, como sus accionistas y administradores, deberán dirigir al Consejo Directivo una comunicación escrita en la que se manifieste bajo la gravedad del juramento: 1.1. Que no se encuentran comprendidos en las prohibiciones establecidas en la ley y en los reglamentos de la Bolsa; 1.2. Que la sociedad está dispuesta a constituir las garantías reglamentarias, generales y específicas y a efectuar el aporte al Fondo de Garantías lo que sus reglamentos y la junta directiva del fideicomiso ordenen; y 1.3. Que se obligan formalmente en nombre de la sociedad y en nombre propio a cumplir las normas legales pertinentes, las disposiciones de la Superintendencia Financiera de Colombia, los reglamentos de la Bolsa y las decisiones de sus autoridades”.

⁴⁶ El numeral 2 del artículo 1.5.1.2. del Reglamento de la BVC exige que el solicitante y sus accionistas cuenten con una participación superior al 5% de su capital social: “(i) Compilación de estatutos vigentes y copias auténticas de las escrituras públicas que contengan los estatutos sociales vigentes de la sociedad y de sus accionistas, acreditando su inscripción en el Registro Público Mercantil; (ii) Copias auténticas de las dos (2) últimas declaraciones de renta de la sociedad y de sus accionistas; (iii) Copia de los estados financieros correspondientes a los dos (2) últimos años calendario y de aquellos cuya fecha no sea anterior en más de dos (2) meses a la de la solicitud, tanto de la sociedad como de sus accionistas; (iv) Certificado expedido por autoridad competente en el que conste que los accionistas no registran antecedentes por infracciones penales que de acuerdo con la ley y este reglamento inhabilitan para ser accionista de una sociedad comisionista miembro, tratándose de personas naturales; (v) Nombres e identificación de la totalidad de los accionistas, indicando el número de acciones poseídas por cada uno y el porcentaje que éste representa en relación con el capital social; (vi) Copia auténtica del acta de la junta directiva, en la que conste la autorización para solicitar el ingreso a la Bolsa; (vii) Constancia expedida por la Superintendencia Financiera de Colombia acerca de las sanciones adoptadas por esta entidad contra la sociedad, sus accionistas y funcionarios, en los términos establecidos en este Reglamento; (viii) Hoja de vida, en formato establecido por la Bolsa, de la sociedad, de sus administradores y de sus accionistas, cuando su participación sea igual o superior al cinco por ciento (5%); y (ix) Certificación expedida por la Superintendencia Financiera en la cual conste que los funcionarios o personas vinculadas a la sociedad se encuentran debidamente registradas en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores en los términos que exige la ley”.

en su mayoría coinciden con aquellos previstos en el artículo 23 del Decreto Ley 2969 de 1960⁴⁷.

Junto con los requisitos de admisión reseñados arriba, el Reglamento General de la Bolsa de Valores de Colombia establece las siguientes condiciones especiales para que una sociedad comisionista que ya ha sido admitida pueda operar en sus sistemas de negociación de renta variable:

- Acreditar la inscripción de la sociedad comisionista en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores.
- Entregar certificado sobre existencia y representación legal de la sociedad comisionista expedido por la Superintendencia Financiera de Colombia, que incluya al menos un representante legal.
- Ser propietaria de las inversiones obligatorias para ser miembro de la Bolsa, esto es:
 - Cuatro puestos en la Bolsa;
 - Noventa y un millones de acciones ordinarias de la Bolsa; y
 - El aporte al Fondo de Garantías que fuere establecido por el reglamento de dicho fondo y la junta directiva del fideicomiso.
- Constituir las garantías generales en los términos establecidos en el Reglamento de la BVC.
- Contar al menos con un funcionario inscrito ante la Bolsa, según lo previsto en el artículo 1.5.5.1 del Reglamento de la BVC, y que se encuentre debidamente certificado como operador en renta variable ante un organismo de certificación acreditado para el efecto e inscrito en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores conforme a las normas vigentes. Así mismo, deberá estar inscrito en el registro que para el efecto lleve la Bolsa. Este funcionario deberá contar además con la calidad de representante legal de la firma comisionista.
- Acreditar la membresía de la sociedad, a un organismo de autorregulación, de conformidad con las normas legales vigentes.

⁴⁷ Establece el artículo 1.5.1.3 del Reglamento de la BVC: “Requisitos de los accionistas. Los accionistas de una sociedad comisionista deberán cumplir con los siguientes requisitos: 1. Tener capacidad legal para ejercer el comercio; 2. Gozar de buena reputación moral, social y comercial, a juicio del Consejo; 3. Haber cumplido estrictamente sus obligaciones civiles y comerciales; 4. No haber sido solicitada su remoción de algún cargo por autoridad competente; y 5. No haber sido condenado por delito alguno. Trátese de delitos culposos el Consejo determinará en cada caso si hay lugar a efectuar excepciones a lo dispuesto en este precepto”.

b) *Sistemas de negociación y registro*. Como se ha señalado, las sociedades administradoras de sistemas de negociación y registro deben contar con procesos y requisitos objetivos para la admisión de participantes o afiliados. De conformidad con el artículo 2.15.1.3.2 del Decreto 2555 de 2010, los requisitos para poder negociar o registrar operaciones en un sistema de negociación y registro de operaciones sobre valores son los siguientes:

- Estar inscrito en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores.
- Ser admitido como afiliado por parte de la sociedad administradora de los sistemas de negociación y registro en los cuales quiera participar.
- Aceptar los reglamentos, circulares, instructivos operativos y demás normas que emitan las sociedades administradoras de los sistemas de negociación y registro en los cuales quiera ser afiliado.
- Disponer de la capacidad administrativa, operativa, técnica, tecnológica y de comunicaciones que le permita operar en los sistemas de negociación y registro a los que se afilie.
- Contar con sistemas de administración de riesgos adecuados para su participación como afiliados a los sistemas de negociación y registro.
- Ser intermediario de valores vigilado por la Superintendencia Financiera de Colombia o una entidad pública autorizada para ser afiliada a sistemas de negociación y registro.
- Ser miembro de un organismo de autorregulación y mantener dicha calidad durante su permanencia como afiliado a los sistemas de negociación y registro.

G) *Reglamento, circulares e instructivos operativos*

a) *Bolsas de valores*. El artículo 1.º del Decreto 4808 de 2008⁴⁸ (hoy, artículo 2.10.5.2.7 del Decreto 2555 de 2010) establece los requisitos mínimos con que deben contar los reglamentos de las bolsas de valores, que, como veremos en el siguiente numeral, en principio

⁴⁸ Este decreto reguló el funcionamiento de los sistemas de negociación de acciones y bonos obligatoriamente convertibles en acciones inscritas en bolsas de valores, así como de los instrumentos financieros derivados cuyo activo subyacente sean acciones inscritas en bolsas de valores, cuando estas acciones, bonos e instrumentos financieros derivados se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE).

tienen el mismo contenido que los reglamentos de los sistemas de negociación de valores y otros requisitos particulares que obedecen a su propia operatividad, como la inclusión de las condiciones y reglas aplicables a la expedición de los comprobantes de las operaciones celebradas en bolsa⁴⁹.

b) *Sistemas de negociación y registro*. Los reglamentos de los sistemas de negociación y registro son muy importantes para el buen funcionamiento de los mercados ya que se constituyen en las reglas de juego para participar en estos. Como se indicó, con base en los reglamentos de los sistemas de negociación y registro las autoridades competentes pueden iniciar investigaciones por incumplimiento de ellos. Los reglamentos de los sistemas de negociación y sus modificaciones deben ser aprobados por la Superintendencia Financiera de Colombia previo a su entrada en vigencia. El artículo 2.15.1.4.1 del Decreto 2555 de 2010 establece los contenidos mínimos de los reglamentos de los sistemas de negociación y registro, entre los cuales se destacan:

- Procedimientos claros para la aprobación y modificación de dichos reglamentos. Regularmente los reglamentos de los sistemas establecen los órganos internos que deben aprobar su contenido y posteriores modificaciones, previa la publicación, en este último caso, del proyecto de modificación para comentarios de sus afiliados o del público en general.

⁴⁹ A continuación los elementos con que cuentan explícitamente los reglamentos de las bolsas de valores: “[...] (e) Los criterios y requisitos generales que deberán observar los emisores para inscribir y mantener inscritos valores que serán objeto de negociación en el sistema o sistemas que para el efecto disponga la respectiva bolsa de valores; (f) Las modalidades de operaciones que se podrán celebrar sobre los valores inscritos en la respectiva bolsa y los criterios bajo los cuales dichos valores podrán ostentar el carácter de activos o inactivos; [...] (i) Las clases y características de las órdenes que conforme a los mecanismos de negociación pueden formular los operadores, y la definición de las condiciones en las cuales dichas órdenes podrán tener el carácter de ofertas o demandas permanentes; (j) Los criterios bajo los cuales deberá proceder la suspensión de la negociación de uno o varios valores o de una o varias ruedas o sesiones de negociación o del respectivo mercado en su conjunto. Igualmente, los procedimientos generales aplicables a la suspensión y la reanudación cuando esta se presente, así como los efectos de la suspensión según los tipos de operaciones; k) Las condiciones y reglas generales a las que deberán sujetarse las actividades de los creadores del mercado de valores, de conformidad con las instrucciones que imparta para el efecto la Superintendencia Financiera de Colombia; l) Los criterios según los cuales se calcularán o definirán

- Criterios y procedimiento para la admisión de afiliados y la desvinculación de ellos a los sistemas administrados.
- Derechos y obligaciones de los afiliados a los sistemas.
- Derechos, facultades y obligaciones del administrador del sistema.
- Los activos subyacentes de las operaciones que pueden ser celebradas en los sistemas o registradas en ellos, así como las modalidades de operaciones que se pueden celebrar sobre dichos activos.
- Reglas para el funcionamiento y operación de los sistemas de negociación y registro. Incluyendo los módulos de negociación y registro para la negociación de los activos susceptibles de ser transados o las operaciones sujetas de ser registradas en dichos sistemas.
- Políticas para la difusión de información a los afiliados de los sistemas.
- Reglas y procedimientos que permitan el acceso y la identificación de los participantes, así como la verificación de que la compensación y liquidación de las operaciones sea realizada en un sistema autorizado para ello.
- Mecanismos de solución de las controversias que se presenten entre los afiliados que realicen o registren operaciones a través de los sistemas respectivos.
- Las reglas o situaciones para activar los planes de contingencia y continuidad del negocio, en caso de fallas en el funcionamiento de los sistemas administrados.
- La política general para el establecimiento de las tarifas a cargo de los afiliados, así como los criterios para su modificación.
- Reglas relacionadas con la auditoría a los sistemas que administra en concordancia con las normas aplicables.

Además de los reglamentos, las entidades administradoras expiden otros tipos de normas para reglamentar la actuación de los miembros o participantes, así como las operaciones celebradas o registradas en los sistemas de negociación y registro administrados —este es el caso

el precio de referencia o precio de cotización, los precios de apertura y de cierre de los valores, así como aquellos que permitan establecer los rangos de precios o de marcación de precio, entre otros parámetros de negociación; m) Los plazos y condiciones para la liquidación de las operaciones, sean estas de contado o a plazo; n) Las condiciones y reglas generales aplicables a la expedición de los comprobantes de las operaciones que se celebren en sus sistemas y que permitan identificar la operación celebrada”.

de las circulares⁵⁰ y los instructivos operativos—⁵¹. Normalmente las circulares desarrollan los reglamentos de operación mediante normas de carácter general, mientras que los instructivos operativos definen procedimientos para casos particulares. Tanto las circulares como los instructivos operativos son de obligatorio cumplimiento de los miembros o participantes de los sistemas. A diferencia de los reglamentos, las circulares y los instructivos operativos, y sus modificaciones, no deben ser aprobados por la Superintendencia Financiera de Colombia; no obstante, dependiendo del reglamento, los proyectos de modificación surten un período de publicación para comentarios de los miembros o participantes.

H) *Tipos de operaciones*

Según lo establecen los artículos 2.10.5.2.1 y 2.15.1.1.5 del Decreto 2555 de 2010, tanto en las bolsas de valores como en los sistemas de negociación y registro de operaciones se pueden realizar (1) operaciones de contado, (2) operaciones a plazo, (3) operaciones de reporto o repos, (4) simultáneas; (5) operaciones de transferencia temporal de valores, (6) operaciones sobre instrumentos financieros derivados

⁵⁰ Según el artículo 1.1.2.1. del Reglamento General de la BVC, “A través de las circulares deberán dictarse las normas que desarrollen los Reglamentos expedidos por el Consejo Directivo de la Bolsa que regulen el funcionamiento del Sistema.

”Así mismo, a través de las circulares deberán dictarse las normas relacionadas con aspectos técnicos, aspectos operativos, reglas específicas de operación de los mercados y submercados, los requisitos de las ofertas y de su aceptación, los cupos de operación, los horarios, y en general los demás aspectos que resulten necesarios para el adecuado y seguro funcionamiento del Sistema.

”De igual forma los estándares y requerimientos técnicos que deben cumplir las sociedades comisionistas de Bolsa para acceder y operar en el sistema, se determinarán por Circular y deberán ser informados por la Bolsa con al menos seis (6) meses de antelación a su entrada en vigencia, para que las sociedades comisionistas miembros de la Bolsa realicen los ajustes necesarios, y las pruebas requeridas. Por razones de seguridad o adecuado funcionamiento del sistema, la Bolsa podrá fijar un plazo menor al antes mencionado o ampliar el plazo inicialmente establecido.

”Así mismo, a través de las circulares deberán adoptarse todas las medidas de carácter general que el Consejo Directivo haya ordenado tomar a la Administración”.

⁵¹ Reglamento General de la BVC, artículo 1.1.3.1: “Alcance de los instructivos operativos: A través de éstos se instruirá a los miembros de la Bolsa u otros agentes, en cuanto fuera pertinente, sobre la manera en que habrán de aplicarse los reglamentos y circulares de la Bolsa”.

cuyos activos subyacentes sean susceptibles de ser negociados en cada uno de dichos sistemas, y (7) todas aquellas que autorice de manera especial la Superintendencia Financiera de Colombia.

5. CONTEXTO INTERNACIONAL

A) *Conceptos básicos sobre sistemas de negociación en diferentes jurisdicciones*

A continuación presentamos ejemplos de la estructura y el funcionamiento de sistemas de negociación y registro en distintas jurisdicciones, señalando sus características principales.

a) *España*. El mercado español, regulado principalmente por la Ley del Mercado de Valores expedida el 28 de julio de 1988, está compuesto por las bolsas de valores (renta variable), por el sistema de deuda pública anotada, el mercado de futuros y opciones financieras, el mercado de deuda privada AIAF y por los mercados no organizados u OTC.

Es importante mencionar que, según el artículo 37 de la Ley del Mercado de Valores, el acceso como miembro a los primeros cuatro mercados es uniforme y se encuentran autorizados por igual a entidades financieras, locales e internacionales, y al Estado a través de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, la Tesorería General de la Seguridad Social y el Banco de España.

La ley del Mercado de Valores contempla a las Bolsas de Valores como los sistemas de negociación de títulos de renta variable (art. 46). En España, históricamente, han existido las bolsas de valores de Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao, cada una administrada y organizada mediante una sociedad anónima conocida como Sociedad Rectora⁵².

En un principio, un mismo valor podía cotizarse en varias bolsas, lo cual arrojaba diferencias en los precios y problemas en su negociación, motivo por el cual la Ley del Mercado de Valores previó la posibilidad de crear un sistema de contratación única de los valores más negociados en cada una de las bolsas, que da lugar a la creación del Sistema de Interconexión Bursátil. Este sistema, administrado por una sociedad de bolsas propiedad de las cuatro sociedades rectoras, es un supramercado o sistema al cual acceden los valores que como mínimo deben haber sido negociados en dos bolsas y, además, deben

⁵² De la Cuesta Rute, J. M. y Valpuesta Gastaminza, *Contratos Mercantiles*, Madrid, Bosch, 2012, p. 387.

contar con unos volúmenes mínimos de contratación previstos en el reglamento del sistema⁵³.

Para efectos de la negociación de deuda pública, el mercado español cuenta con el sistema de deuda pública anotada administrado por el Banco de España. En este sistema, los registros de los movimientos y operaciones sobre el valor se realizan por medio de anotaciones en cuenta gestionadas por una Central de Operaciones administrada por el Banco de España⁵⁴.

Al sistema de deuda pública tienen acceso los intermediarios financieros españoles, organismos financieros internacionales a los cuales pertenezca España y los bancos centrales miembros del Fondo Monetario Internacional.

La cotización de los títulos de deuda pública se realiza telefónicamente entre los miembros del sistema o a través de pantallas provistas por intermediarios del mercado de valores (*brokers*). La negociación de los valores se adelanta telefónicamente entre las partes negociantes. Una vez perfeccionada la contratación sobre los títulos, cumplen, compensan y liquidan la operación a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero o mercado interbancario administrado por el Banco de España, en el cual se movilizan los valores y los saldos de dinero.

En cuanto a la deuda privada, el 1.º de agosto de 1991, por solicitud de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF), se crea en España un mercado organizado para efectos de negociar títulos representativos de deuda privada, administrado por dicha asociación como entidad administradora. De igual manera, los miembros de este sistema son entidades financieras afiliadas a AIAF⁵⁵.

La cotización de los valores en el mercado AIAF se realiza por medio de pantallas propias de los miembros del sistema. La negociación y contratación se perfecciona telefónicamente, y luego se confirma

⁵³ Ídem.

⁵⁴ Miguel Pellicer, *Mercados financieros organizados en España* [en línea], en Banco de España- Servicio de Estudios Económicos, n.º 50, 1992. Disponible en <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/EstudiosEconomicos/Fic/azul50.pdf> [consulta_ 26 de mayo de 2016], pp. 76-77.

⁵⁵ De la Cuesta Rute, J. M. y Valpuesta Gastaminza, *Contratos Mercantiles*, Madrid, Bosch, 2012, p. 434.

por fax. Posteriormente, las partes se comunican con Espaclear, entidad encargada de registrar la operación y de su compensación y liquidación⁵⁶.

Por su lado, el artículo 59 de la Ley del Mercado de Valores regula la creación de mercados secundarios de opciones y futuros financieros en los cuales se encuentra admitido para su negociación cualquier contrato de derivados estandarizado, sin importar su subyacente. También regula la norma el régimen de garantías de las operaciones, la compensación y liquidación, cumplimiento en caso de insolvencia de alguno de los miembros, elaboración del reglamento de funcionamiento, etc. En la práctica, la administración de estos sistemas se encuentra en cabeza de MEFF, entidad vigilada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Los activos restantes y no registrados son negociados en el mercado OTC o mercados no organizados, entre los cuales se encuentran operaciones sobre derivados no estandarizados principalmente.

b) *Chile*. El mercado en Chile básicamente está dividido en mercados bursátiles y los mercados OTC organizados y no organizados, cuyo marco normativo se concentra principalmente en la Ley n.º 18.045 del 22 de octubre de 1981 o Ley del Mercado de Valores.

Los mercados bursátiles chilenos, tanto de renta variable como de renta fija, se concentran principalmente en la Bolsa de Comercio de Santiago⁵⁷.

Esta entidad, constituida como sociedad anónima abierta vigilada por la Superintendencia de Valores y Seguros, administra sistemas de negociación bursátiles de renta variable y renta fija, en los que principalmente se negocian acciones, instrumentos de renta fija, derivados estandarizados, fondos locales y extranjeros, por medio de mecanismos de subastas continuas con un espacio físico y horarios preestablecidos⁵⁸.

⁵⁶ Miguel Pellicer, *Mercados financieros organizados en España* [en línea], en Banco de España- Servicio de Estudios Económicos, n.º 50, 1992. Disponible en <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/EstudiosEconomicos/Fic/azul50.pdf> [consulta_ 26 de mayo de 2016], pp. 76-77.

⁵⁷ En el mercado chileno existen otras dos bolsas de valores en cuyos sistemas no se negocian volúmenes importantes: Bolsa Electrónica de Chile y Bolsa de Valparaíso.

⁵⁸ Bolsa de Valparaíso. *Características del Mercado Bursátil en Chile* [en línea]. Disponible en http://www.bovalpo.com/site/stat/capacitacion/Caracteristicas_del_Mercado_Bursatil_en_Chile.pdf [consulta: 26 de enero de 2013].

Por otro lado, encontramos el mercado mostrador u OTC y sus dos subdivisiones. En primer lugar, está el mercado OTC interbancario, que se realiza por fuera de los sistemas de negociación administrados por la Bolsa Mercantil de Santiago. Como su nombre lo indica, en este mercado participan principalmente los bancos chilenos. Las negociaciones se adelantan directamente entre las partes con base en plataformas de cotización de compra y venta normalmente provistas por la misma Bolsa, sin que esto los convierta en mercados bursátiles⁵⁹.

Por último, encontramos el mercado mostrador u OTC propiamente dicho, en el cual no hay plataformas de cotización o registro de operaciones, en el que las partes negocian directamente las operaciones. A este mercado accede prácticamente cualquier contraparte y se ha desarrollado como “un mercado minorista en donde los bancos residentes son los intermediarios (mayoristas) a quienes les compran y venden bonos emitidos por el Banco Central y la Tesorería con los índices Benchmarks construidos sobre la base del comportamiento de estos bonos, y los instrumentos derivados sobre estos”⁶⁰.

c) *México*. Conforme al título IX de la Ley del Mercado de Valores o LMV, el mercado mexicano se encuentra compuesto por un mercado bursátil y un mercado extrabursátil.

Como ocurre en otras legislaciones, las entidades que por excelencia administran el mercado bursátil son las bolsas de valores, en cuyos sistemas transaccionales se negocian acciones y valores de renta variable (artículo 232 de la Ley del Mercado de Valores)⁶¹. La entidad encargada de asumir estas funciones en el mercado mexicano es la Bolsa Mexicana

⁵⁹ El mercado interbancario chileno actualmente cuenta con las plataformas OTC Tasa, OTC puntas, mercado de puntas y *brokers*. Las primeras dos se encuentran administradas por la Bolsa de Valores de Santiago. El mercado de puntas es una plataforma telefónica organizada por los bancos y las últimas plataformas son aquellas administradas por *brokers* o intermediarios, a las cuales tiene acceso los bancos locales y extranjeros. Boris Restovic, *Descripción mercado secundario de renta fija y bonos corporativos en Chile* [en línea]. Disponible en http://www.tesis.uchile.cl/tesis/uchile/2011/ec-restovic_c/pdfAmont/ec-restovic_c.pdf [consulta: 24 de enero de 2013], pp. 5-11.

⁶⁰ Boris Restovic, *Descripción mercado secundario de renta fija y bonos corporativos en Chile*, p. 9.

⁶¹ “Artículo 232. Las actividades referidas en este artículo, que tengan por objeto acciones representativas del capital social de una sociedad o títulos de crédito que representen dichas acciones, inscritos en el Registro, así como valores listados en el sistema internacional de cotizaciones, se considerarán un servicio público y estarán reservadas a las bolsas de valores.”

de Valores S. A. B. de C. V., entidad financiera que además de manejar la alista y los sistemas de negociación de títulos de renta variable inscritos en el Registro Nacional de Valores mexicano, administra el Sistema Internacional de Cotizaciones o Mercado Global, por medio del cual se permiten las negociaciones de valores extranjeros en la bolsa mexicana, esquema muy similar al que se maneja en Colombia y que se verá con mayor detalle la Sección 5.2.1.

Por su parte, el mercado extrabursátil, como su nombre lo indica, es aquel en el cual se negocian valores por fuera de las bolsas de valores. Los valores objeto de estos sistemas son principalmente títulos de renta fija, incluidos instrumentos de deuda pública y de deuda privada.

Estos sistemas extrabursátiles, administrados por entidades denominadas legalmente como “Sociedades que administran sistemas para facilitar operaciones con valores”⁶², son mecanismos encargados de difundir cotizaciones con “el objeto de canalizar solicitudes u órdenes para llevar a cabo operaciones con valores, instrumentos financieros derivados y otros activos financieros, mediante la utilización de equipos automatizados o de comunicación”⁶³. El acceso a los sistemas para facilitar operaciones sobre valores únicamente está autorizado a instituciones de crédito y a casas de bolsa mexicanas.

Para el caso de acciones no inscritas en el Registro Nacional de Valores, la LMV prevé la existencia de sistemas centralizados para la oferta privada y negociación de estos valores, con miras a incentivar y facilitar la financiación del emprendimiento y la pequeña y mediana empresa mexicana. Este mercado no bursátil puede ser administrado por cualquier persona, y solo pueden acceder a él los inversionistas institucionales mexicanos⁶⁴. La Comisión Nacional Bancaria y de Valores, ente de supervisión del mercado, únicamente interviene en este mercado para efectos de ser notificada de la realización de ofertas privadas. Esta notificación la realizan los emisores del valor y tiene una finalidad puramente estadística⁶⁵.

⁶² Ley del Mercado de Valores, artículo 232.

⁶³ Ley del Mercado de Valores, artículo 255.

⁶⁴ Entendiéndose por “inversionista calificado” aquella persona natural o jurídica con ingresos anuales de 500.000 UDIS o activos líquidos de 1.500.000 UDIS.

⁶⁵ José Carral Cuevas, *Negocios extrabursátiles de México* [en línea]. Disponible en http://www.imef.org.mx/ponencia2007/cap03/c03_4.html. [consulta: 20 de diciembre de 2012], 1.

Por otro lado, tenemos el mercado mostrador propiamente dicho, en el que las partes negocian directamente las operaciones y no existen plataformas que faciliten su negociación.

*B) Integración e internacionalización
de los mercados bursátiles*

El quebrantamiento de las fronteras de los mercados de bienes y servicios en el mundo es evidente desde hace varias décadas, de lo cual no podían abstraerse los sistemas de negociación de valores. En el marco de la evidente tendencia de internacionalización, los autores de este capítulo han identificado tres niveles en los que sistemas de negociación de valores se pueden categorizar y que ponen en evidencia la intensidad con que se integran oferta y demanda de instrumentos financieros ubicados en distintas jurisdicciones. En el primer nivel encontramos la negociación de un valor inscrito en una bolsa determinada en una plaza ubicada en una jurisdicción distinta, sin integración ni fusión corporativa por parte de las plataformas de negociación o de sus administradores. Luego encontramos un segundo nivel, que implica la integración tecnológica de las plataformas de negociación de bolsas en distintas jurisdicciones, sin fusión corporativa entre las entidades administradoras de aquellos. Por último, en el tercer nivel, encontramos la internacionalización e integración en su punto más robusto, esto es, la fusión corporativa entre bolsas y la integración tecnológica de sus plataformas de negociación

a) *Primer nivel.* En este nivel, la intensidad de la integración entre los sistemas de negociación es tenue y se limita a permitir que valores emitidos por una entidad extranjera enlistados en una bolsa de valores o en un sistema de negociación de valores extranjero se negocien, directa o indirectamente, en una bolsa local, sin que medie ningún acuerdo entre plazas bursátiles.

A manera de ejemplo, se tienen los *American Depositary Receipts* o ADR, que consisten en un mecanismo fiduciario administrado por un banco que actúa como tenedor o depositante de unas acciones enlistadas por fuera de los Estados Unidos. Este banco emite en el mercado americano unos títulos o certificados representativos de las acciones que subyacen en el mecanismo fiduciario administrado (ADR), los cuales son susceptibles de ser negociados directamente en las bolsas de este país. De esta forma, acciones enlistadas en el exterior son negociadas indirectamente en plazas ubicadas en otra jurisdicción.

Otro mecanismo existente en este nivel de integración consiste en la lista de valores o emisores extranjeros en sistemas administrados por bolsas de valores o sistemas de negociación locales. En Colombia existen dos modalidades de este nivel de integración. En primer lugar, la legislación colombiana permite que un valor emitido por una entidad extranjera pueda ser objeto de oferta pública y necesariamente inscrito en un sistema de negociación de valores en Colombia, siempre que dichos valores (1) sean susceptibles de ser ofrecidos públicamente en el domicilio del emisor; (2) hayan sido calificados por calificadoras de riesgo internacionalmente reconocidas o por calificadoras locales vigiladas por la Superintendencia Financiera; (3) en el caso de acciones, deberán informarse los derechos societarios derivados con que cuentan los inversionistas colombianos y los inversionistas en el domicilio del emisor; (4) de ser títulos de contenido crediticio, deberán ser a la orden o nominativos y designarse en Colombia una institución con domicilio en el país que actúe como administrador de la emisión; y (5) de ser necesario, la emisión debe contar con la autorización del supervisor del domicilio del emisor⁶⁶.

En cuanto al emisor extranjero, el artículo 6.11.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010 requiere que éste cuente con valores inscritos en una o más bolsas de valores internacionalmente reconocidas, a juicio de la Superintendencia Financiera o que en su defecto acredite el cumplimiento de otras condiciones allí establecidas. Este fenómeno es mejor conocido como *dual listing*. Existen también un procedimiento y condiciones especiales para que las sucursales de entidades extranjeras con actividad permanente en Colombia realicen ofertas públicas de valores de contenido crediticio.

Por último, el prospecto de información de estas emisiones impone un contenido adicional al que normalmente se exige a emisores locales, principalmente con obligaciones de información completa y garantías de los derechos de los inversionistas de la emisión en Colombia.

Por otro lado, desde la expedición Decreto 3886 de 2009 (hoy Decreto 2555 de 2010)⁶⁷ existe la posibilidad que valores emitidos en el exterior e igualmente sometidos a leyes foráneas sean enlistados

⁶⁶ Véase el artículo 6.11.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010.

⁶⁷ Este decreto es expedido con base en la autorización prevista en el último inciso del párrafo 2 del literal *a* del artículo 7.º de la Ley 964 de 2005, modificado por el artículo 90 de la Ley 1328 de 2009.

en sistemas de cotización de valores extranjeros administrados por las bolsas de valores o por sociedades administradoras de sistemas de negociación⁶⁸.

Es importante aclarar que estos sistemas de cotización de valores extranjeros no son otra cosa que una modalidad de sistemas de negociación de valores, tal y como lo sugiere la definición prevista en el artículo 3.º del Decreto 3886 de 2009 (artículo 2.15.6.1.3 del Decreto 2555 de 2010) al establecerlos como “mecanismos de carácter multilateral y transaccional, a los cuales concurren los miembros o agentes afiliados al mismo, bajo las reglas, parámetros y condiciones establecidas en el presente decreto y en el reglamento del administrador del sistema de cotización de valores extranjeros, para la realización de operaciones sobre valores extranjeros enlistados en dichos sistemas y para la divulgación de información al mercado sobre tales operaciones”.

En estos sistemas, la lista de los valores extranjeros es elaborada por sociedades comisionistas de bolsa locales encargadas de presentar la solicitud al administrador del sistema como patrocinadores de los valores. Además, se encargan de entregar, garantizar y advertir a los inversionistas y al mercado sobre la información financiera, económica, contable, jurídica y administrativa relevante del emisor del valor y los derechos, obligaciones, restricciones y riesgos inherentes al tipo de inversión. De igual manera, estos intermediarios deben informar sobre la existencia de acuerdos o convenios para la administración y custodia de los valores extranjeros a enlistarse, entre los depósitos centralizados de valores locales e internacionales, o entre los primeros y custodios internacionales, según sea el caso.

En lo referente a los inversionistas autorizados para hacer parte de estos sistemas, es de anotar que inicialmente sólo estaba previsto el acceso a inversionistas profesionales. Sin embargo, con la expedición del Decreto 1827 de 2012 (artículo 2.15.6.1.8 del Decreto 2555 de 2010) también se abrió la puerta para que los clientes inversionistas adquieran los valores extranjeros enlistados en estos sistemas.

⁶⁸ Hoy en día la Bolsa de Valores de Colombia administra un sistema de cotización de valores extranjeros denominado Mercado Global Colombiano, cuyo funcionamiento es regulado en el reglamento de su sistema de negociación de renta variable. Gracias a este sistema, los inversionistas colombianos tienen acceso directo a acciones de empresas extranjeras como Apple Inc, Microsoft Corporation, JP Morgan Chase Bank, Goldman Sachs, McDonald's Corporation, entre otras.

La custodia y administración de los valores enlistados en los sistemas de cotización de valores extranjeros está en cabeza de los depósitos centralizados de valores sujetos a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia. Para efectos de cumplir con estas tareas, estos depósitos deben celebrar acuerdos con los custodios globales, depositarios internacionales o agentes especializados que cumplen estas funciones en el lugar de emisión del valor. La compensación y liquidación de las operaciones sobre estos valores le está permitida a los sistemas de compensación y liquidación vigilados por la Superintendencia Financiera de Colombia, siempre que se ajusten en lo pertinente sus reglamentos.

b) *Segundo nivel*. En este nivel las sociedades administradoras de las bolsas o sistemas de negociación no se integran o fusionan corporativamente, pero acuerdan integrar sus sistemas de negociación mediante enrutadores de órdenes intermediados⁶⁹, acceso directo a sus sistemas de negociación y otras herramientas tecnológicas.

Desde el 9 de diciembre de 2010, la Bolsa de Valores de Colombia, la Bolsa de Valores de Lima (Perú) y la Bolsa de Comercio de Santiago (Chile) iniciaron un proceso de integración tecnológica de sus sistemas de negociación, permitiendo que valores de renta variable enlistados en estas fueran negociados libremente con miras a “fomentar el crecimiento de los negocios financieros para los participantes, ofreciendo la mejor alternativa de inversión, diversificación, liquidez y financiamiento”. En un principio, se previó la integración de los tres mercados y la fusión entre las bolsas de Colombia y Perú, sin embargo, dicha fusión se canceló debido a una coyuntura política.

Esta iniciativa, conocida como el Mercado Integrado Latinoamericano o MILA, empezó operaciones formalmente el 30 de mayo de 2011, constituyéndose como el primer mercado por número de compañías enlistadas en Latinoamérica, el segundo en tamaño de capitalización bursátil y el tercero por volumen de negociación.

⁶⁹ “El enrutamiento permite realizar el envío de órdenes al mercado bursátil con el cual se tiene algún tipo de acuerdo o relación, en este caso, entre el peruano, colombiano y chileno. Se denomina intermediado, porque el bróker local, peruano, deberá intermediar a través de un bróker extranjero, de tal forma que su orden llegue a dicho mercado extranjero. Cabe mencionar que en el caso de MILA, la orden llega directamente a la plataforma de negociación bajo la responsabilidad del bróker extranjero en la negociación, compensación y liquidación de las operaciones.” Véase Bolsa de Valores de Lima, *¿Qué significa el enrutamiento intermediado de órdenes?* [en línea]. Disponible en http://www.bvl.com.pe/mila/preguntas_frecuentes.pdf [consulta 26 de enero de 2013].

Dada su complejidad, la implementación de esta integración se tiene planeada en dos etapas. En una primera etapa, la integración consiste en habilitación de enrutamiento intermediado de órdenes, el cual permite la negociación de valores extranjeros mediante herramientas tecnológicas y acuerdos entre intermediarios en cada país encargados de adelantar la negociación y compensación y liquidación de las operaciones. Lo anterior no implica modificaciones estructurales en los sistemas de negociación ni homogenización total de las normas de negociación en cada una de dichas bolsas, simplemente se interconectan tecnológicamente las plataformas de negociación y los depósitos centralizados de los tres países. En su segunda etapa se busca el acceso directo de los inversionistas a los valores enlistados en cada una de las bolsas que componen el MILA, reconociendo a todos los emisores como locales en cualquiera de las tres jurisdicciones, garantizando el acceso directo de los intermediarios en cualquiera de los tres mercados y estandarizando las reglas de negociación en los sistemas de negociación de los tres países⁷⁰.

Para el perfeccionamiento de la primera fase de MILA se hizo necesario un acuerdo entre las bolsas de valores de cada país respecto del manejo tecnológico que permitiría la integración de sus plataformas de negociación y un acuerdo entre los depósitos de valores ubicados en cada jurisdicción con el fin de ajustar los mecanismos de anotación en cuenta relativos a cada operación que se realice sobre un determinado valor, y su correspondiente compensación y liquidación. De igual forma, los supervisores de cada una de las jurisdicciones han suscrito dos memorandos de entendimiento con miras a facilitar la supervisión en el marco de la integración de los mercados, revisar los mecanismos de intercambio de información, consultas y colaboración en la supervisión⁷¹.

Como era de esperarse, dadas las diferencias en la regulación de cada uno de los países de la integración y para avanzar a la segunda fase, se ha hecho necesario afinar, revisar y modificar ciertas normas internas en materia no solo financiera, sino también cambiaria y tributaria.

⁷⁰ Marcela Seraylán, *La integración de mercados y depositarios centrales: experiencia del MILA* [en línea]. Disponible en <http://www.iimv.org/EstudioRCyL/CAPITULO%207.pdf> [consulta el 20 de diciembre de 2012].

⁷¹ Mónica Acebedo Cuéllar, *Acciones inscritas en bolsa: aspectos jurídicos*, Bogotá, Uniandes Temis, 2012, pp. 171-177.

En Colombia, las modificaciones regulatorias iniciaron con la expedición del Decreto 4087 de 2010, hoy incorporado en el Decreto 2555 de 2010, con el cual se abre paso a la negociación de valores extranjeros en el marco de acuerdos de integración, explicando los mecanismos de enlistado en el sistema de cotización de valores extranjeros y negociación de los valores en su plaza de origen, la labor de los intermediarios de valores, la moneda de cumplimiento de operaciones, los mecanismos de anotación en cuenta y las relaciones entre los depósitos centralizados colombianos y del extranjero, como depositantes directos y como agentes de compensación y liquidación de las operaciones sobre valores.

Sin embargo hay conciencia respecto de la insuficiencia de la norma antedicha para reglamentar un esquema de integración tan complejo, por lo cual hoy existen proyectos de normatividad para ampliar y definir las facultades de los depósitos de valores, así como para definir la naturaleza cambiaria de las inversiones que salen y entran a Colombia. En materia tributaria, ya hay avances respecto de interpretaciones oficiales de la Dirección Impuestos y Aduanas Nacionales sobre la naturaleza de las utilidades derivadas de la negociación de acciones en MILA y la no constitución de renta o ganancia ocasional de estas.

Es importante anotar que en la actualidad la implementación de la segunda etapa está pendiente a la espera de que el MILA desarrolle con más fuerza su potencial y se realicen ajustes e integren de una forma más armónica las normas del mercado de renta variable de los países participantes. En junio de 2014 se incorporó al MILA la Bolsa Mexicana de Valores ampliando la oferta de títulos de renta variable en el mercado integrado.

c) *Tercer nivel.* La tendencia de desmutualización en las bolsas del mundo, la apertura del capital social de estas, el enliste de sus acciones en sus mismos sistemas y el desarrollo tecnológico de los sistemas de negociación y registro han generado un ambiente ideal para la consecución de fusiones y adquisiciones entre los administradores de las bolsas y de los sistemas de negociación y registro de valores y la integración de dichos sistemas en el orden transnacional.

Como ejemplo emblemático de estas integraciones, tenemos la fusión, en septiembre de 2000, de las bolsas de Ámsterdam, Bruselas, París y Lisboa en una iniciativa denominada Euronext. Esta integración consistió en la fusión corporativa de las sociedades administradoras de las bolsas y en la integración de sus mercados a partir de cuatro eventos claves consistentes en (1) la unificación de las plataformas tecnológicas

de negociación (NSC), facilitando la negociación transfronteriza de valores; (2) la unificación de normas de negociación en los sistemas integrados; (3) la creación de un sistema común de compensación y liquidación, y (4) el traslado de los valores enlistados en las bolsas locales hacia una lista única y unificada denominada *Eurolist*, con lo cual se logró simplificar el sistema operativo para brindar transparencia al mercado⁷².

Lo importante de estas fusiones reside en la conjugación de personas jurídicas ubicadas en distintas jurisdicciones, la unión de sistemas de enrutamiento y plataformas de negociación y compensación y la unificación de normas que facilitan el acceso de los inversionistas ubicados en distintos países a instrumentos ubicados por fuera de sus fronteras.

Vale la pena hacer mención de otras situaciones de integración que son susceptibles de ser catalogados como fusiones o adquisiciones puramente corporativas, sin que ello implique la integración de los sistemas de negociación administrados por las empresas objeto de la fusión o adquisición. A manera de ejemplo, se encuentra la fusión entre la Bolsa de Nueva York (NYSE) y Euronext, la fusión de NASDAQ y las bolsas de los mercados nórdicos y bálticos (OMX), y la adquisición por medio de la cual la Bolsa de Londres (London Stock Exchange) se hizo propietaria de la Bolsa Italiana (Borsa Italiana). Es de resaltar también el caso de la operación presentada ante las autoridades estadounidenses, por medio de la cual una sociedad administradora de plataformas de negociación de *commodities* y derivados conocida como Intercontinental Exchange (ICE) y NASDAQ OMX Group pretendía adquirir NYSE Euronext en una de las transacciones más grandes de su tipo⁷³.

Este tercer nivel es evidencia de una tendencia internacional a la integración completa en los mercados bursátiles internacionales, sus sistemas de negociación y las sociedades administradoras. Si bien es el ideal de los mercados, el camino no es fácil y los reguladores internacionales deben considerar la adopción de altos estándares de supervisión, revelación de información, infraestructura y regulación uniforme, que permitan que estas integraciones se hagan realidad.

⁷² Ulf Nielsson, "Stock Exchange Merger and Liquidity: The Case of Euronext", en *Journal of Financial Markets*, volumen 12, tema 2, mayo de 2009, pp. 13-15.

⁷³ Michael de la Merced, *N.Y.S.E. Is in Talks for Merger* [en línea]. Disponible en <http://dealbook.nytimes.com/2012/12/19/ice-said-in-talks-to-merge-with-nyse-euronext/> [consulta: 2 de febrero de 2013].

*C) Sistemas de negociación y sistemas de registro
o repositorios de información como respuesta
a la crisis financiera de 2008*

Como consecuencia de la crisis financiera que tuvo lugar en Estados Unidos en 2007-2008 respecto de las deudas *subprime* y los derivados de crédito OTC asociados a éstas, se ha hecho latente la importancia de una regulación estricta de los mercados OTC y la utilización de proveedores de infraestructura, como los sistemas de negociación y registro y los sistemas de compensación y liquidación, para efectos de brindar transparencia e información completa a los mercados y supervisores.

En septiembre de 2009, en la tercera reunión de jefes de Estado del G-20 en Pittsburg, los líderes de las naciones industriales más importantes del mundo trataron, entre muchos temas, la necesidad de fortalecer el sistema internacional de regulación financiera para combatir las fallas en supervisión y la toma excesiva e irresponsable de riesgos por parte de bancos y otras entidades financieras.

Dentro de las áreas críticas identificadas para cumplir con su objetivo, los líderes del G-20 detectaron la necesidad de mejorar la regulación del mercado OTC de instrumentos financieros derivados, exigiendo la posibilidad de negociar dichos contratos a través de bolsas de valores o sistemas de negociación y, además, obligando a las contrapartes dentro de ellos a compensar y liquidar sus operaciones en cámaras de riesgo central de contraparte. Aquellos contratos que no se compensen y liquiden bajo estos mecanismos deberían cumplir con altos niveles de capital. Así mismo, menciona la necesidad de que los contratos OTC sean registrados en sistemas de registro de operaciones.

Pero estos avances no son solo en materia de operaciones sobre instrumentos financieros derivados: durante la década de 2000 a 2010, los reguladores estadounidenses ya habían dado pasos en pro de incrementar la transparencia en los mercados de bonos corporativos y de ciertos tipos de deuda emitida por instituciones públicas. El primer paso se dio en el año 2001, donde se obligó a los intermediarios a registrar las operaciones que celebraran sobre bonos corporativos. En 2009-2010, y como una medida postcrisis, se amplió la obligación de registro de operaciones (tanto en el mercado primario como en el mercado secundario) a las realizadas sobre instrumentos de deuda emitidos por entidades gubernamentales federales, corporaciones gubernamentales y otro tipo de empresas patrocinadas por el gobierno federal.

Este ejemplo e iniciativas como la tomada por los Estados Unidos con la Dodd-Frank Act son evidencia de la tendencia existente en los mercados internacionales, consistente en formalizar y centralizar varias etapas de la negociación, registro, compensación y liquidación de instrumentos derivados pertenecientes al mercado mostrador. Lo anterior tiene como efecto eliminar o disminuir las barreras que diferencian el mercado bursátil y el mercado mostrador, lo cual genera transparencia en los mercados pero a su vez puede hacer muy oneroso negociar ciertos instrumentos.

Colombia no ha sido ajena a este tipo de medidas, no obstante algunas se tomaron incluso antes de la crisis financiera mundial; como se señaló antes, ha existido un desarrollo particular en cuanto a la obligatoriedad de negociar en sistemas de negociación, y la obligatoriedad de registrar las operaciones celebradas en el mercado mostrador. Desde el año 2008, con la expedición de los decretos 1120 y 1121, hoy incluidos en el Decreto 2555 de 2010, todas las operaciones sobre valores realizadas en el mercado mostrador deben ser registradas en un sistema de registro. En cuanto a los derivados no estandarizados, también existen normas que obligan al registro de dichas operaciones, tal es el caso de la Resolución 4 de 2009 de la Junta Directiva del Banco de la República, reglamentada por la Circular DODM 317, las cuales obligan a los intermediarios del mercado cambiario a registrar ciertas operaciones sobre divisas incluyendo los derivados que tienen subyacente divisas⁷⁴.

Además, el Decreto 4765 de 2011, que reglamenta el artículo 74 de la Ley 1328 de 2009, estableció el marco para el registro de operaciones con instrumentos financieros derivados y con productos estructurados no compensadas y liquidadas en sistemas de compensación y liquidación, lo anterior con el propósito principal de que dichas operaciones fueran cubiertas por los principios de protección a las garantías y liquidación anticipada en eventos de insolvencia o cualquier proceso de naturaleza concursal.

⁷⁴ Actualmente la DODM 317 obliga a los intermediarios del mercado cambiario (IMC) a registrar las operaciones celebradas con “(i) otros IMC; (ii) otras instituciones vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC); (iii) agentes del exterior autorizados para realizar operaciones de derivados de manera profesional; (iv) La Nación -Ministerio de Hacienda y Crédito Público; y (v) otros residentes cuando el monto nominal de la operación es igual o superior a doscientos cincuenta mil dólares de los Estados Unidos de América (USD) (USD \$250.000), o su equivalente en otras monedas”.

BIBLIOGRAFÍA

Doctrina

- ABELLA ABONDANO, GERMÁN DARÍO y GUILLERMO QUIROGA BARRETO, “Sistemas de negociación y registro de valores y de compensación y liquidación de valores”, en *Revista de Derecho Privado*, Universidad de los Andes, n.º 39, septiembre de 2008.
- ACEBEDO CUÉLLAR, MÓNICA, *Acciones inscritas en bolsa: aspectos jurídicos*, Bogotá, Ediciones Uniandes -Temis, 2012.
- AGGARWAL, REENA, *Stock Market Development: Role of Securities Firms and New Products* [en línea]. Disponible en http://www.egx.com.eg/pdf/Stock_market_development-role_of_new_products.pdf [consulta: 24 de enero de 2013].
- AGGARWAL REENA, DAHIYA SANDEEP, “Demutualization and Public Offerings of Financial Exchanges”, en *Journal of Applied Corporate Finance*, volumen 18, tema 3, verano 2006 18. Disponible en <http://faculty.msb.edu/aggarwal/exchanges.pdf> [consulta: 19 de mayo de 2016].
- BUCKLEY, H., “Sir Thomas Gresham and the Foreign Exchanges”, *The Economic Journal*, n.º 34, diciembre de 1924.
- CABALLERO, CARLOS, “La Bolsa de Bogotá, antecedentes de la bolsa de valores de Bogotá”, en *Revista Credencial Historia*, edición 150, junio de 2002. Disponible en <http://www.banrepcultural.org/blaavirtual/revistas/credencial/junio2002/labolsa.htm> [consulta: 19 de mayo de 2016].
- Comité de Sistemas de Pago y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales (CPSS) y Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), *Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero*, abril de 2012 [en línea]. Disponible en http://www.bis.org/cpmi/publ/d101_es.pdf [consulta: 26 de mayo de 2016].
- DE LA CUESTA RUTE, J. M. y VALPUESTA GASTAMINZA, *Contratos mercantiles*, Madrid, Bosch, 2012.
- DE LA MERCED, MICHAEL, “NYSE Is In Talks For Merger” [en línea]. Disponible en <http://dealbook.nytimes.com/2012/12/19/ice-said-in-talks-to-merge-with-nyse-euronext/> [consulta: 2 de febrero de 2013].
- ECHEVERRI, JUAN CARLOS; VERÓNICA NAVAS y MARÍA PAULA GÓMEZ, “Promoviendo el desarrollo del mercado de capitales en Colombia: hoja de ruta” [en línea]. Disponible en http://www.brc.com.co/notasyanalisis/Mercado%20de%20capitales%20en%20Colombia%20Hoja%20de%20Ruta%20BRC_Febrero_8.pdf [consulta: 26 de mayo de 2016].

- FLECKNER, ANDREAS M. y KLAUS J. HOPT, “Stock Exchange Law: Concept, History, Challenges” [en línea]. Disponible en http://disciplinas.stoa.usp.br/pluginfile.php/151295/mod_resource/content/2/SSRN-id2068574.pdf [consulta: 30 de enero de 2013].
- GORHAM, MICHAEL y NIDHI SINGH, *Electronic Exchanges: The Global Transformation from Pits to Bits*, Elsevier Science, 2009.
- NIELSSON, ULF, “Stock Exchange Merger and Liquidity: The Case of Euronext”, en *Journal of Financial Markets*, volumen 12, tema 2, mayo de 2009.
- PELLICER, MIGUEL, *Mercados financieros organizados en España* [en línea], en Banco de España-Servicio de Estudios Económicos, n.º 50, 1992. Disponible en <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/EstudiosEconomicos/Fic/azul50.pdf> [consulta: 26 de mayo de 2016].
- Descripción mercado secundario de renta fija y bonos corporativos en Chile* [en línea]. Disponible en http://www.tesis.uchile.cl/tesis/uchile/2011/ec-restovic_c/pdfAmont/ec-restovic_c.pdf [consulta: 24 de enero de 2013].
- SERAYLÁN, MARCELA, *La integración de mercados y depositarios centrales: experiencia del MILA* [en línea]. Disponible en <http://www.iimv.org/EstudioRCyL/CAPITULO%207.pdf> [consulta el 20 de diciembre de 2012].
- SIEMS, MATHIAS, *The Foundations of Securities Law* [en línea]. Disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1089747 [consulta: 27 de enero de 2013].
- STRINGHAM, E. (2002). “The Emergence of the London Stock Exchange as a Self-Policing Club”, en *Journal of Private Enterprise*, vol. 17, n.º 2, pp. 1-19, primavera 2002 Disponible en <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/25415/1/Stringham.LondonStockExchange.pdf> [consulta: 24 de enero de 2013].

Legislación

Decreto 1273 de 1936

Decreto Ley 2969 de 1969

Decreto 663 de 1993

Decreto 3767 de 2005

Decreto 1120 de 2008

Decreto 1121 de 2008

Decreto 4808 de 2008

Decreto 3886 de 2009

Decreto 2555 de 2010

Decreto 4087 de 2010

Decreto 4765 de 2011

Decreto 1827 de 2012

Ley 45 de 1923

Ley 16 de 1936

Ley 27 de 1990

Ley 510 de 1999

Ley 964 de 2005

Ley 1328 de 2009

Páginas virtuales

<http://dealbook.nytimes.com>

<http://mpa.ub.uni-muenchen.de>

<http://scholar.google.com>

<http://www.banrepcultural.org>

<http://www.bde.es>

<http://www.bovalpo.com>

<http://www.bmfbovespa.com.br>

<http://www.brc.com.co>

<http://www.bvc.com.co>

<http://www.bvl.com.pe>

<http://www.egx.com.eg>

<http://www.imef.org.mx>

<http://www.jstor.org>

<http://www.mercadomila.com>

<http://www.minhacienda.gov.co>

<http://www.nyx.com>

<http://www.ssrn.com>

<http://www.superfinanciera.gov.co>

<http://www.tesis.uchile.cl>

CAPÍTULO II

LA ACTIVIDAD DE ADMINISTRACIÓN DE LOS DEPÓSITOS CENTRALIZADOS DE VALORES*

GERMÁN EDUARDO NIETO OLIVAR**

1. ANTECEDENTES

Los depósitos centralizados de valores (“central securities depositories” o “CSD”, en inglés) son entidades que surgieron hace varias décadas para atender una necesidad principal y urgente del mercado de valores en aquella época, como era la seguridad de los títulos valores.

En efecto, vale la pena recordar que hace algunas décadas los títulos que se negociaban en el mercado de valores, emitidos por entidades públicas y privadas, estaban contenidos en documentos en papel. Conforme a las normas que regulan la creación y la circulación de los títulos valores en muchos países, la negociación de los derechos incorporados en tales títulos exige la entrega física del documento; el ejercicio de tales derechos frente al emisor obliga al tenedor a exhibir o entregar el título, y los gravámenes (tales como embargos) y garantías que quieran constituirse sobre tales derechos implican asimismo la necesidad de aprehender o entregar materialmente el título.

Lo anterior supone un conjunto de riesgos importantes para los emisores, los tenedores y las demás personas que tengan o pretendan adquirir derechos sobre dichos títulos, tales como la posibilidad de su pérdida, destrucción, hurto o adulteración, los cuales, en últimas, generan un riesgo operativo para el mercado de valores en su conjunto, así como un riesgo legal para sus participantes, por la necesidad de

* Para citar este libro: <http://dx.doi.org/10.15425/2017.266>

** Germán Eduardo Nieto Olivar es abogado de la Universidad del Rosario y especialista en Derecho Económico de la Universidad Externado de Colombia. Actualmente se desempeña como magistrado auxiliar de la Sala de Consulta y Servicio Civil del Consejo de Estado.

adelantar procesos judiciales para proteger tales derechos y solucionar los conflictos que de estas situaciones se pueden derivar.

Para prevenir estos riesgos, en particular, se crearon instituciones especializadas, cuyo objeto inicial y básico consiste, por una parte, en inmovilizar y custodiar los títulos físicos, y por la otra, en reemplazar tales títulos, durante su negociación, por anotaciones en cuenta o registros contables, de tal manera que la constitución, la transferencia o el ejercicio de cualquier derecho no requieran ya la exhibición, entrega o aprehensión del documento, según el caso, sino una simple anotación contable en los “libros” o registros llevados por el depositario.

Como es natural, de la mano de esta función principal apareció rápidamente la posibilidad de que tales entidades prestaran servicios adicionales sobre los valores que tenían depositados, tales como los de actuar como administradores o mandatarios de los respectivos tenedores, para ejercer, en nombre de ellos, los derechos incorporados en los títulos.

Actualmente, aparte de esas actividades, los depósitos centralizados de valores constituyen verdaderos sistemas de compensación y liquidación de valores, y ofrecen servicios adicionales, como la posibilidad de registrar y manejar derechos sobre instrumentos financieros que se negocien en los mercados de capitales de otros países, o la de desmaterializar títulos valores que no se negocien en el mercado de valores.

2. CONCEPTO

Según la terminología recomendada por el Banco Internacional de Pagos (BIS) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por la sigla en inglés [International Organization of Securities Commissions]), los depósitos centralizados de valores o “centrales depositarias de valores” (CDV) se definen como una “institución de tenencia de valores que permite que las operaciones con valores sean procesadas mediante anotaciones en cuenta. Los valores representados mediante títulos físicos pueden estar inmovilizados en la depositaria o pueden estar desmaterializados (es decir, existir sólo como registros electrónicos)”¹.

¹ Bank of International Settlements y International Organization of Securities Commissions. Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores, noviembre de 2012. Anexo 5: Glosario [en línea]. Disponible en <http://www.bis.org/cpmi/publ/d46es.htm> [consulta: 25 de mayo de 2016], p. 49.

Igualmente, en la definición adoptada en los Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero (PIMF), un depósito central de valores es una “entidad que facilita cuentas de valores, presta servicios centrales de salvaguarda y relacionados con los activos (que pueden comprender la administración de acciones corporativas y de vencimientos) y desempeña un papel significativo a la hora de garantizar la integridad de las emisiones de valores (esto es, que los valores no se creen ni se destruyan accidental o fraudulentamente ni tampoco se modifiquen sus datos)”².

3. PRINCIPIOS INTERNACIONALES SOBRE ADMINISTRACIÓN DE DEPÓSITOS CENTRALIZADOS DE VALORES

Además de aquellos principios y recomendaciones internacionales formulados por el BIS y la IOSCO que se refieren, en general, a los diferentes componentes de la infraestructura del mercado de valores, y en particular, a los sistemas de compensación y liquidación de valores, los cuales resultan aplicables, en lo pertinente, a los depósitos centralizados de valores, los documentos citados contienen algunos principios y recomendaciones que se refieren específicamente a estas últimas instituciones.

Así, por ejemplo, de las “Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores” publicadas en 2001 por el BIS y la IOSCO merece la pena destacar las siguientes³:

[...] *Riesgo de liquidación*

6. Centrales depositarias de valores (CDV)

Los valores deben estar inmovilizados o desmaterializados y deben ser transferidos por medio de anotaciones en cuenta en CDV en la medida de lo posible.

² Comité de Sistemas de Pago y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales (CPSS) y Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), abril de 2012. *Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero* [en línea]. Disponible en http://www.bis.org/publ/cpss101_es.pdf [consulta: 19 de diciembre de 2013], p. 204.

³ Bank of International Settlements y International Organization of Securities Commissions. *Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores, noviembre de 2012* (versión en español), pp. 4, 5 y 6.

7. Entrega contra pago (ECP)

Las CDV deben eliminar el riesgo de principal vinculando las transferencias de valores a las transferencias de fondos de tal manera que se logre la entrega contra pago.

8. Momento de la firmeza en la liquidación

La firmeza en la liquidación no debe tener lugar más tarde del final del día de liquidación. Para reducir los riesgos debe lograrse que la liquidación sea firme de manera intradiaria o en tiempo real.

9. Controles de riesgo de las CDV para tratar los incumplimientos de los participantes en la liquidación

Las CDV que otorgan crédito intradía a los participantes, incluidas las CDV que operan sistemas de liquidación neta, deben establecer controles de riesgo que, como mínimo, aseguren la oportuna liquidación en caso de que el participante con la mayor obligación de pago sea incapaz de liquidar. El conjunto de controles más fiable consiste en una combinación de garantías y riesgos.

10. Activos para la liquidación del efectivo

Los activos que se utilizan para liquidar las obligaciones finales de pago que surgen de las operaciones con valores deben tener poco o ningún riesgo de crédito o de liquidez. Si no se utiliza el dinero del banco central, deben tomarse las medidas necesarias para proteger a los miembros de la CDV de posibles pérdidas y presiones de liquidez que puedan surgir de la quiebra del agente liquidador del efectivo cuyos activos se utilizan.

[...]

Riesgo de custodia

12. Protección de los valores de los clientes

Las entidades que mantienen valores en custodia deben utilizar prácticas contables y procedimientos de custodia que protejan plenamente los valores de los clientes. Es esencial que los valores de los clientes estén protegidos ante reclamaciones de los acreedores del custodio.

Otros asuntos

13. Gobierno corporativo

Los acuerdos para el gobierno corporativo de las CDV y las ECC (entidades de contrapartida central⁴) deben estar diseñados para

⁴ Nota del autor.

cumplir los requisitos de interés público y para impulsar los objetivos de los propietarios y de los usuarios.

14. Acceso

Las CDV y las ECC deben tener criterios de participación objetivos y a disposición del público, que permitan su acceso justo y abierto.

[...]

17. Transparencia

Las CDV y las ECC deben proporcionar a los participantes del mercado información suficiente para que éstos puedan identificar y evaluar de forma precisa los riesgos y costes relacionados con la utilización de los servicios de la CDV o la ECC.

[...]

19. Riesgos en los enlaces transfronterizos

Las CDV que establezcan enlaces para liquidar operaciones transfronterizas deben diseñar y operar dichos enlaces de manera que los riesgos asociados a las liquidaciones transfronterizas se reduzcan de forma efectiva [...].

Así mismo, en los Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero, además de muchas consideraciones y principios que son aplicables a todos los componentes de infraestructura del mercado de valores, encontramos el siguiente principio específico para los depósitos centralizados de valores⁵:

Principio 11: Depósito central de valores

Un depósito central de valores (CSD) deberá disponer de reglas y procedimientos adecuados que contribuyan a garantizar la integridad de las emisiones de valores y a minimizar y gestionar los riesgos asociados a la salvaguarda y transferencia de valores. Un CSD deberá mantener valores que estén inmovilizados o desmaterializados para que puedan transferirse mediante anotaciones en cuenta.

⁵ Bank of International Settlements y International Organization of Securities Commissions, *Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero* [en línea]. Disponible en http://www.bis.org/cpmi/publ/d101_es.pdf [consulta: 23 de mayo de 2016], p. 2.

4. GENERALIDADES SOBRE LOS DEPÓSITOS DE VALORES Y LA ANOTACIÓN EN CUENTA

A) *La anotación en cuenta*

El BIS y la IOSCO definen la anotación en cuenta (“book-entry system”) como el “sistema contable que permite la transferencia electrónica de valores sin el movimiento físico de los certificados en papel”.

Definida así, la anotación en cuenta no constituye necesariamente un principio, sino el sistema o mecanismo utilizado por los depósitos centralizados de valores para permitir la desmaterialización y circulación de los valores, sin necesidad de tener, exhibir, entregar o secuestrar documentos en papel. Así, la anotación en cuenta constituye el fundamento de la operación y, hasta cierto punto, de la existencia de los depósitos centralizados de valores en el mundo.

Lo que resulta esencial a la anotación en cuenta no es que los registros o anotaciones se hagan en un sistema electrónico, como podría deducirse de la definición transcrita, sino que tanto la propiedad o titularidad sobre un valor como su transferencia y la constitución de cualquier derecho sobre este solo requieren, para efectuarse y producir los efectos jurídicos que estén llamados a generar, el registro o la anotación contable que el depósito de valores haga en sus “libros” o sistema.

Hoy en día esos registros son electrónicos y se llevan en un sistema informático, lo cual no significa, sin embargo, que siempre haya sido así o que en el futuro deba hacerse de la misma forma.

B) *Principios derivados de la anotación en cuenta: prioridad, tracto sucesivo, fungibilidad, rogación y buena fe*

El sistema de anotación en cuenta, para funcionar adecuadamente, debe sujetarse a ciertos principios, que se derivan de la misma naturaleza y de la finalidad perseguida con la anotación en cuenta. Tales principios, recogidos expresamente por la legislación colombiana⁶, son los siguientes:

a) *Principio de prioridad.* Significa que el registro que primeramente se efectúe tendrá preferencia sobre cualquier otro que se realice

⁶ Artículo 2.14.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010, modificado por el Decreto 3960 de 2010, artículo 1.º.

después. En consecuencia, una vez efectuada la anotación en cuenta correspondiente a determinado acto jurídico, no puede practicarse ningún otro registro sobre los mismos valores que obedezca a otro acto, en cuanto resulte incompatible con la primera anotación.

Lo anterior significa, por ejemplo, que si una persona vende un mismo valor a dos o más individuos distintos en sistemas de negociación o en el mercado mostrador (OTC), solo la primera operación que llegue al depósito centralizado de valores donde el respectivo título se encuentre depositado podría dar lugar a la transferencia del valor, ya que las siguientes, cuando ingresen al depósito, no pueden generar una nueva anotación en cuenta para transferir el título, porque este ya no pertenecería al propietario inicial.

Es importante tener en cuenta que lo que determina la prioridad no es, realmente, la fecha de la operación o del acto jurídico que genere una anotación en cuenta, sino la fecha y la hora de ingreso de la respectiva orden al depósito centralizado de valores y, si este actúa como un sistema centralizado de valores, la fecha y la hora de aceptación de la respectiva orden de transferencia por parte del depósito.

b) *Principio de tracto sucesivo*. Este principio significa que las anotaciones en cuenta que se hagan sobre un mismo valor deben estar encadenadas cronológica, secuencial e ininterrumpidamente, de tal manera que cualquier anotación tenga su causa en una anotación anterior.

Así, por ejemplo, si A transfiere un valor a B, la siguiente transferencia del mismo valor debe ser registrada en la cuenta de B, ya sea hacia otra persona (C) o hacia el mismo enajenante original (A). Por lo tanto, si la última anotación efectuada es la transferencia del valor, de A hacia B, no es viable que luego se registre, por ejemplo, una transferencia de C hacia D.

Este principio no es absoluto, porque en todos los casos debe existir un registro inicial, que no está precedido de otra anotación en cuenta sobre el mismo valor, como sucede, por ejemplo, cuando un depósito centralizado de valores desmaterializa un título físico, o expide por primera vez un valor en forma electrónica a cierta persona, en desarrollo del contrato que tenga con un emisor para recibir en depósito y administrar la respectiva emisión.

c) *Principio de rogación*. Según este principio, toda anotación en cuenta que haga un depósito de valores debe originarse en una orden o instrucción dada por el legítimo tenedor o beneficiario del valor, ya sea directamente o por intermedio de un custodio, depositante directo

u otro intermediario, o bien por conducto de un sistema de negociación o de registro de valores.

Una excepción a este principio son las anotaciones en cuenta que la central depositaria de valores debe hacer para cumplir con una orden judicial o administrativa, como una medida cautelar (p. ej., embargo), una sentencia que ordene la transferencia de un valor a otra persona, etc.

También constituyen excepción a este principio los registros que un depósito de valores debe hacer excepcionalmente para corregir una anotación en cuenta que haya efectuado previamente en forma errónea.

d) *Principio de buena fe*. Este principio significa que la persona que aparezca en el depósito como titular de un valor o de un derecho sobre él debe ser considerado el propietario o titular del respectivo valor o derecho.

Es importante tener en cuenta que este principio no es aplicable —por lo menos no en la forma explicada— en todos los depósitos centralizados de valores, sino solo en aquellos que se consideran “transparentes”, es decir, en los que la información sobre los titulares o tenedores finales de los valores depositados se encuentra en poder del respectivo depósito, como se explicará más adelante, al estudiar el tema de los depósitos “transparentes” y “no transparentes”.

e) *Principio de fungibilidad*. Este principio se desprende de la naturaleza misma de los valores como cosas fungibles, o mejor llamadas “sustituibles”, lo cual se expresa como la posibilidad de reemplazar un valor por otro de la misma emisión, clase, cuantía, fecha de vencimiento y demás características financieras.

En el campo de los depósitos centralizados de valores, este principio implica que los valores de la misma clase, emisión, fecha de vencimiento y demás características financieras, de los que una persona sea titular, se suman aritméticamente para conformar un saldo en la cuenta de la respectiva persona, como si se tratara de dinero, de tal manera que no se registran ni se identifican individualmente, como sí ocurre con los títulos valores tradicionales.

De ahí en adelante, cualquier operación que se haga sobre esos valores afecta el saldo de la cuenta en su conjunto, de tal manera que ya no sería viable, por ejemplo, vender un determinado valor, sino una cantidad determinada de ese valor, constituir una prenda sobre un valor específico o, incluso (lo que es frecuentemente ignorado por las autoridades judiciales y administrativas), practicar un embargo u otra medida cautelar sobre un valor determinado.

Lo anterior significa, también, que aun cuando las operaciones que se hacen en un depósito centralizado de valores son rastreables, según los principios de prioridad, tracto sucesivo y rogación, antes explicados, no es factible establecer el ciclo de vida de un valor en particular, es decir, identificado como un cuerpo cierto, después de que este ha sido transferido en un depósito.

5. EL DEPÓSITO Y LA DESMATERIALIZACIÓN

A) *Depósito de valores*

Como es natural, la función inicial y básica que cumplen los depósitos centralizados de valores es la de depositar o custodiar los títulos que sus clientes le entreguen.

Es más fácil entender esta función cuando se trata de títulos físicos que son entregados por sus legítimos tenedores para su desmaterialización, pues en dicho caso el depósito de valores, como todo depositario, debe adoptar las medidas de seguridad necesarias para garantizar la conservación de los papeles que reciba, contra los riesgos de pérdida, destrucción, hurto o adulteración, entre otros.

En este caso, sin embargo, a diferencia de otros depositarios, el depósito centralizado de valores debe sustituir o reemplazar los títulos en papel que le han sido entregados, por registros contables o anotaciones en cuenta, de tal manera que, de allí en adelante, toda negociación u operación que se pretenda hacer sobre un valor puede efectuarse sin necesidad de sacar el título de las bóvedas de la central depositaria de valores.

Que dichas instituciones puedan destruir los títulos en papel recibidos o, por el contrario, conservarlos permanentemente, para devolverlos en algún momento al último tenedor, depende de lo que el depósito de valores y el cliente hayan acordado en el respectivo contrato de depósito y de lo que establezca la legislación de cada país, pues en algunos estados es viable que los depósitos centralizados de valores destruyan los títulos físicos desmaterializados tan pronto los reciben, y los reemplacen, si llegare a ser necesario, por títulos de la misma especie y de iguales características emitidos por el respectivo emisor.

Ahora bien: todo lo anterior no significa que el deber de custodia sea inexistente en aquellos casos en que el depósito de valores, previa autorización del emisor, expida los valores individuales en forma

electrónica a los respectivos suscriptores o adquirentes, sin que exista un título físico que deba ser inmovilizado previamente, pues en dicho caso el deber de custodia a cargo del depósito centralizado de valores se manifiesta en la obligación de asegurar la integridad, la autenticidad, la conservación y la confidencialidad de la información correspondiente a las anotaciones en cuenta realizadas, ya que tal información representa, en últimas, los valores cuya guarda se le ha encomendado.

B) *Administración de valores*

Hasta donde hemos visto, los depósitos centralizados de valores se limitan a recibir los títulos físicos y a sustituirlos por anotaciones en cuenta (inmovilización), o a expedir los valores iniciales en forma electrónica, y a disponer de un sistema de anotación en cuenta que permita a los propietarios o titulares de los mismos enajenarlos y realizar las demás operaciones permitidas sobre estos.

Sin embargo, por el simple contrato de depósito, la central depositaria de valores no adquiere la obligación de *administrar* los respectivos valores, es decir, de conocer y ejercer, en forma oportuna y adecuada, los derechos incorporados en cada valor, tales como aquellos de contenido económico (el pago de una suma de dinero, por ejemplo) y los derechos de contenido político o corporativo (participar y votar en asambleas de accionistas, etc.).

Por lo tanto, el conocimiento y el ejercicio de tales derechos corresponde, en principio, al respectivo titular, quien debe ejercerlos ante el correspondiente emisor, so pena de perderlos o verlos disminuidos, para lo cual tiene la facultad de exigir al depósito centralizado de valores la expedición de las respectivas certificaciones.

No obstante, para no correr este riesgo y obtener del depósito de valores un servicio integral, cada depositante puede contratar con la central depositaria de valores la administración de los valores de los cuales sea titular, o lo sean sus clientes (como en el caso de los depositantes directos o de los “custodios”), caso en el cual el depósito de valores debe ejercer, ante los respectivos emisores, los derechos incorporados en los valores cuyo titular sea el respectivo depositante, y responde ante este, por supuesto, en caso de no ejercer tales derechos o de hacerlo en forma extemporánea, parcial o deficiente.

Normalmente la administración recae sobre los derechos de contenido económico incorporados en un valor, bien sea crediticios, de participación o representativos de mercaderías, pero nada obsta, si así

lo convienen las partes y lo permite la legislación del respectivo estado, que la administración incluya, aún, los derechos de contenido político o corporativo derivados de cierta clase de valores.

Finalmente, es importante advertir que la administración de los valores a la cual estamos haciendo referencia, es distinta de la administración de una emisión, que un determinado emisor podría depositar y contratar con un depósito centralizado de valores, ya que esta última implica que la central depositaria de valores, por cuenta y en nombre del emisor, se encargue de expedir a cada suscriptor original los valores adquiridos por este y de pagar o cumplir, con recursos previamente entregados por el emisor, los derechos económicos incorporados en el valor.

En todo caso, un depósito centralizado de valores podría tener a su cargo tanto la administración de la emisión como la administración de los valores respectivos, caso en el cual se le facilitaría enormemente la tarea de cumplir o pagar los derechos incorporados en cada valor, aunque también podría incurrir en ciertos conflictos de interés, si se presentaran situaciones tales como la insuficiencia de los recursos entregados por el emisor para pagar a todos los tenedores, o errores operativos que se cometan en los pagos.

C) Inmovilización y desmaterialización

Según el glosario sugerido por el BIS y la IOSCO, el término “inmovilización” (“immobilisation”) significa la “colocación de certificados físicos de valores e instrumentos financieros en una central depositaria de valores para facilitar las transferencias realizadas mediante anotaciones en cuenta, es decir, mediante débito y crédito en las cuentas mantenidas por los tenedores en el depositario”. Igualmente, en los Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero el concepto “inmovilización” se define como la “Concentración de los valores en una institución depositaria y de la transferencia de su titularidad por medio de anotaciones en cuenta”⁷.

Por su parte, la expresión “desmaterialización” (“dematerialisation”) es definida por los mismos organismos en los Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero como la “Eliminación de

⁷ Bank of International Settlements y International Organization of Securities Commissions, *Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero* [en línea], p. 205.

certificados o documentos de titularidad físicos que representen la titularidad de los valores, de modo que su existencia se limite a los registros contables”⁸.

Ahora bien: en las legislaciones de algunos países y en los reglamentos de varios depósitos centralizados de valores no se utiliza el término “inmovilización” o se utiliza en un sentido distinto, esto es, cuando se saca de la circulación un valor que se encuentra anotado en cuenta, ya sea por disposición de una autoridad competente (como en un embargo) o bien por un acuerdo de las partes en determinada operación (en una prenda, en un repo, etc.).

Por el contrario, el término “desmaterialización” se utiliza comúnmente para designar el proceso mediante el cual una central depositaria de valores recibe de sus clientes títulos físicos, los inmoviliza en sus bóvedas (ya sea que los destruya o no) y los reemplaza por anotaciones en cuenta (usualmente electrónicas).

En este contexto, faltaría una palabra para designar específicamente el proceso en virtud del cual un depósito centralizado de valores expide originalmente valores en forma de anotación en cuenta, contra un documento (físico o electrónico) que representa una emisión, cuya “custodia” y administración se le ha contratado, como, por ejemplo, el acta del órgano competente de una sociedad que aprueba una nueva emisión de acciones, o el acto administrativo dictado por un gobierno u otra entidad pública ordenando la emisión de unos títulos de deuda pública.

Este último concepto, al parecer, corresponde al término “desmaterialización” propuesto por el BIS y la IOSCO, pero dicha locución parece tener un significado distinto en la práctica del mercado, como atrás se explicó.

*D) Depósito y administración de títulos valores
que no sean “valores”*

Como tuvimos oportunidad de verlo en el aparte correspondiente de esta obra, en Colombia existen títulos valores que no son valores, mientras que los valores, salvo por la acción cambiaria de regreso, gozan de las características y prerrogativas de los títulos valores, conforme a lo dispuesto en el artículo 2.º, parágrafo 5.º, de la Ley 964 de 2005.

⁸ *Ibidem*, p. 204.

Dado que los depósitos centralizados de valores surgieron, como se ha explicado, ante la necesidad de eliminar ciertos riesgos que amenazaban el buen funcionamiento del mercado de valores, por la existencia y la negociación de títulos en papel, es natural que los depósitos, desde su creación, hayan tenido por objeto recibir en custodia y administración títulos valores que tengan, al mismo tiempo, la calidad de valores, es decir, documentos o instrumentos que se emitan en serie o en masa, con la intención de captar recursos del público. Por tal razón, son instituciones que forman parte de la infraestructura del mercado de valores.

Sin embargo, se ha planteado la duda de si, aparte de dichos valores, las centrales depositarias pueden recibir títulos valores que *no se consideren legalmente “valores”*, como los pagarés representativos de los créditos otorgados por los bancos, las letras de cambio, las facturas cambiarias, etc., para inmovilizarlos o desmaterializarlos, efectuar todas las operaciones que normalmente se realizan mediante anotación en cuenta y administrarlos.

En Colombia, una reforma al régimen de los depósitos centralizados de valores abrió expresamente esa posibilidad⁹.

En general, puede decirse que las centrales depositarias de valores no tienen impedimentos ni dificultades de tipo técnico, operativo o administrativo para recibir y manejar esta clase de títulos. Los verdaderos obstáculos (en ciertos casos), limitaciones y dudas se registran en el plano jurídico, ante la incertidumbre que en algunos casos presenta la legislación sobre la facultad de los depósitos centralizados de valores para realizar dicha actividad, y la necesidad que existe de aplicar, al mismo tiempo, la legislación de cada estado sobre los títulos valores, cuyos principios y normas son diferentes y, en algunas ocasiones, incompatibles con las reglas que gobiernan la emisión y la negociación de valores.

Así, para citar un solo ejemplo, los valores desmaterializados en un depósito circulan mediante la simple anotación en cuenta que se efectúa en los libros o sistemas de dicha institución. Aunque esto mismo, en principio, podría hacerse con los títulos valores que no sean “valores”, debe tenerse en cuenta que la ley regula en detalle la forma de circulación de tales instrumentos, según su clase o tipo (nominativos, a la orden o al portador). Dado que tales instrumentos continúan siendo títulos valores, después de que han sido desmaterializados por

⁹ Artículo 2.14.2.1.5 del Decreto 2555 de 2010, modificado por el Decreto 3960 de 2010.

un depósito, y no se convierten por ello en “valores”, la forma como se efectúe su transferencia en la central de depósito debería respetar las normas legales que regulan su circulación, o, al menos, procurar que se logre un manejo “equivalente”, en el ámbito electrónico, de dicha forma de circulación.

*E) Compensación y liquidación de valores
a cargo de los depósitos*

En la medida en que los depósitos centralizados de valores permiten a sus clientes (depositantes) efectuar transferencias de valores y constituir otros derechos sobre ellos, mediante órdenes o instrucciones que se traducen en anotaciones en cuenta, dichas instituciones han actuado siempre como agentes de compensación y liquidación.

Es decir, las centrales depositarias de valores, desde su creación, han servido para que las operaciones sobre valores efectuadas por sus clientes y por los clientes de estos se cumplan definitivamente o liquiden, mediante la transferencia de los valores respectivos en poder del depósito.

Sin embargo, no puede afirmarse que los depósitos centralizados de valores siempre han actuado como verdaderos sistemas de compensación y liquidación, pues las respectivas legislaciones no les exigían disponer de procedimientos y controles eficaces para prevenir y mitigar los riesgos de crédito, de liquidez, de mercado, legal, operativo y sistémico, entre otros, que pueden darse en el proceso de cumplimiento de las operaciones; ni tales instituciones disponían de los mecanismos para cerciorarse del cumplimiento efectivo de las operaciones en sus dos extremos, es decir, tanto la transferencia de los valores del vendedor al comprador como el pago del precio en dinero del comprador al vendedor, y, finalmente, tampoco realizaban la totalidad de las etapas necesarias para obtener la liquidación final de las operaciones, como la confirmación, la compensación y la administración integral de las garantías.

Dado lo anterior, cuando los estados, acogiendo los principios y las recomendaciones internacionales para la regulación del mercado de valores, en general, y para los componentes de infraestructura, en particular, decidieron consagrar y regular el funcionamiento de los sistemas de compensación y liquidación de valores, dispusieron que las centrales depositarias de valores funcionaran como verdaderos sistemas de compensación y liquidación, cumpliendo toda la normatividad

exigida para dichos sistemas y quedando (o continuando) sometidos a la supervisión de la autoridad pública respectiva.

Así, los depósitos centralizados de valores, sin abandonar sus actividades iniciales y la finalidad principal para la cual fueron creados, operan hoy en día como verdaderos sistemas de compensación y liquidación de valores, en permanente interconexión con otros sistemas de la misma índole, con sistemas de pago (para permitir la transferencia de los fondos) y con los sistemas en donde se pactan o registran las operaciones efectuadas en el mercado de valores (sistemas de negociación y sistemas de registro).

F) *Depósitos transparentes y no transparentes*

Según un informe presentado en marzo de 2007 por el Grupo de Trabajo conformado por el Instituto Internacional para la Unificación del Derecho Privado (Unidroit) para analizar la cuestión de los sistemas de depósito transparentes¹⁰, en el marco del proyecto de Convención sobre Unificación de las Normas del Derecho Sustantivo aplicables a los Títulos Valores negociados a través de Intermediarios¹¹, propuesta por el mismo Unidroit, se definieron los sistemas transparentes de la siguientes manera:

Sistemas en los cuales hay dos o más entidades involucradas en la cadena de tenencia y custodia (entre el emisor y el inversionista) y en los que, al nivel más alto de la cadena, se encuentran evidenciados los derechos que los tenedores titulares de cuentas en el nivel más bajo tienen en valores negociados a través de intermediarios, especialmente mediante el manejo de cuentas o subcuentas para cada uno de dichos titulares de cuentas¹².

En palabras más simples, podríamos decir que un depósito centralizado de valores puede considerarse “transparente” si dispone de la información que permite conocer quiénes son los verdaderos y legítimos tenedores de los valores que dicha institución mantiene en depósito, así como las demás personas que tengan derechos sobre tales

¹⁰ *Report of the Transparent Systems Working Group.*

¹¹ Unidroit. *Preliminary Draft Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities* [en línea]. Disponible en <http://www.unidroit.org/english/conventions/2009intermediatedsecurities/convention.pdf>. [consulta: 25 de mayo de 2016].

¹² Traducción libre del inglés, efectuada por el autor.

valores, sin importar cuántos intermediarios se interpongan entre el depósito y los citados tenedores.

A este respecto, el Grupo de Trabajo de Unidroit considera que en el ámbito mundial no existe una sola clase o modalidad de depósitos centralizados de valores transparentes, sino, por lo menos, cuatro tipos de depósitos que pueden considerarse “transparentes”, los cuales van desde aquellos en donde el depósito abre y administra directamente las cuentas y subcuentas de todos los tenedores de títulos (en cualquier nivel), permitiendo, algunas veces, la participación de intermediarios simplemente operativos, hasta sistemas en donde las subcuentas de los tenedores finales son abiertas y manejadas por custodios o subcustodios en sus propios sistemas, que son los titulares de las cuentas en el depósito centralizado de valores, pero quienes están obligados a suministrar y conciliar permanentemente con el depósito la información sobre sus propios clientes.

En contraste, los depósitos centralizados de valores “no transparentes” son aquellos que, por su estructura y forma de operación, no permiten conocer la información sobre los tenedores finales de los valores depositados en dichas instituciones, ni sobre las operaciones realizadas con aquellos, pues la información desagregada y detallada de tales aspectos solo la conocen los custodios o los subcustodios que actúan como intermediarios ante el depósito.

Por lo tanto, en dichos depósitos, las cuentas de valores abiertas a una o varias entidades (generalmente instituciones financieras o intermediarios de valores) solo reflejan un monto global, que se actualiza con cierta periodicidad, el cual corresponde al saldo de los valores que cada custodio tiene por cuenta propia y por cuenta de sus clientes en el respectivo depósito.

En estos depósitos y en algunas clases de depósitos “transparentes”, las transferencias de los valores y la constitución de otros derechos sobre ellos, entre los clientes de cada custodio, son realizadas por dichos custodios en sus propios sistemas, mediante anotaciones en cuenta, de tal manera que los custodios operan, en este sentido, como un pequeño depósito de valores. La diferencia en este caso entre los depósitos “transparentes” y los “no transparentes” consiste en que en los primeros la información sobre los tenedores finales de los valores trasciende al custodio y llega al depósito de valores, a quien legalmente le corresponde certificar sobre la titularidad de los respectivos valores y derechos, mientras que en los segundos la información permanece en poder de los custodios y, a veces, de subcustodios.

Como lo advierte el Grupo de Trabajo, muchos sistemas de depósito son mixtos; es decir, no son totalmente “transparentes” ni completamente “no transparentes”, ya que pueden ser, por ejemplo, transparentes en relación con los valores poseídos por los inversionistas locales del país donde se encuentra ubicado el depósito, pero “no transparentes” en relación con los inversionistas extranjeros que adquieran y transfieran los valores administrados por el depósito local, a través de otros depósitos centralizados de valores.

En efecto, cuando se produce una interconexión de depósitos centralizados de valores ubicados en diferentes países, se permite a los inversionistas de un estado adquirir valores que se mantienen depositados en un depósito centralizado de valores en otro país. En dicho caso, es frecuente que el depósito de valores localizado en el país receptor de la inversión abra una cuenta global u “ómnibus” al otro depósito centralizado de valores, para anotar en cuenta el saldo de los valores que los ciudadanos de su país adquieran en los valores ubicados en el primer estado. En tal caso, la citada cuenta “ómnibus” refleja apenas unos saldos totales por clase o especie de valor, a nombre del otro depósito centralizado de valores, pero el detalle de los valores o derechos que pertenecen a cada inversionista solo aparece en las cuentas individuales abiertas por este último depósito.

Más que un asunto puramente académico, determinar el grado de transparencia de un depósito centralizado de valores es importante para aclarar diversos asuntos jurídicos que permiten disminuir el riesgo legal al que se ven expuestas dichas entidades y sus usuarios, tales como la determinación de la ley aplicable a la custodia de los valores (para lo cual el proyecto de Convención mencionado propone el esquema del “intermediario relevante”), la aplicación de las medidas cautelares, el cumplimiento de las obligaciones tributarias, los derechos de los tenedores frente a la quiebra de algún intermediario o del propio depósito, entre otros puntos.

G) *Las entidades administradoras de depósitos de valores*

La determinación de quiénes pueden prestar el servicio de depósito centralizado de valores en cada país depende de la legislación de cada estado, lo cual, a su vez, se encuentra estrechamente ligado con su estructura constitucional, con la regulación del sistema financiero y del mercado de valores vigente en ese país, con su tradición y, aun, con sus necesidades prácticas.

En algunos países, como Colombia, la ley exige que las personas interesadas en realizar esta actividad se constituyan como sociedades comerciales de objeto social exclusivo, es decir, que no pueden realizar otras actividades distintas.

Sin embargo, una excepción a esta regla, que la misma legislación establece, es la posibilidad de que el banco central (en Colombia, el Banco de la República) posea y administre directamente un depósito centralizado de valores, que normalmente custodia y administra títulos de deuda pública. Esto obedece, principalmente, a que en muchos países los bancos centrales pueden emitir sus propios títulos para realizar con ellos operaciones de expansión o contracción monetaria, por una parte; y por otra, a que una de las funciones que normalmente cumplen los bancos centrales es la de actuar como agentes fiscales del Gobierno, y en esa medida administran las emisiones de títulos de deuda pública efectuadas por los gobiernos y otras entidades que forman parte del Estado.

Lo anterior permite a los bancos centrales colocar, mantener en custodia y administrar los mencionados valores en forma integral y de manera completamente desmaterializada.

Finalmente, es importante comentar que la legislación de algunos países permite que ciertas entidades financieras o que participan en el mercado de valores, como los bancos comerciales, presten los servicios propios de los depósitos centralizados de valores, ya sea operando directamente como tales o bien actuando como custodios ante un depósito central, condición en la cual pueden llevar, mediante anotaciones en cuenta, el registro pormenorizado de los valores que pertenecen a sus clientes (en cuentas y subcuentas internas) y realizar, incluso, transferencias de valores y otras operaciones entre dichos clientes. Sin embargo, esta posibilidad no existe en el caso colombiano.

H) *¿Cuántos depósitos deben existir en cada país?*

Es una pregunta que, al igual que otras incluidas en esta obra, no tiene una respuesta única, pues ello depende, en primer lugar, de lo dispuesto en las leyes de cada país, es decir, si dicha legislación consagra algún monopolio en esta materia a favor del banco central, del gobierno o de alguna entidad pública o mixta, o si permite libertad a los particulares para crear y organizar sociedades que administren depósitos centralizados de valores.

En segundo lugar, la respuesta a esta inquietud depende también del tamaño y de la conformación del mercado de valores de un país,

así como de la tradición y de las necesidades particulares de quienes participan en él.

En Colombia, por ejemplo, desde hace cerca de veinticinco años han existido dos depósitos centralizados de valores: uno de naturaleza pública, propiedad del banco central, que tiene por objeto custodiar y administrar los títulos de deuda pública emitidos por el Gobierno y por otras entidades públicas, y otro de índole privada, administrado por una sociedad constituida originalmente por algunos bancos y sociedades comisionistas, que mantiene en depósito y administración valores de renta fija y de renta variable emitidos por compañías privadas, además de algunos títulos de deuda pública.

En otros países, por el contrario, se ha considerado que la existencia de una sola central depositaria de valores, ya sea pública, privada o mixta, es suficiente y adecuada para las necesidades del respectivo mercado de valores.

De todas formas, es necesario señalar que, dada la infraestructura y la complejidad que supone el manejo de estas entidades, no es usual que los países tengan más de un depósito centralizado de valores.

BIBLIOGRAFÍA

Doctrina

Comité de Sistemas de Pago y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales (CPSS) y Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), *Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero*, abril de 2012 [en línea]. Disponible en http://www.bis.org/publ/cpss101_es.pdf [consulta: 19 de diciembre de 2013].

Comité de Sistemas de Pago y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales (CPSS) y Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), *Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores*, noviembre de 2001 [en línea]. Disponible en <http://www.bis.org/publ/cpss46es.pdf> [consulta: 19 de diciembre de 2013].

Report of the Transparent Systems Working Group.

Unidroit. *Preliminary Draft Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities* [en línea]. Disponible en <http://www.unidroit.org/english/conventions/2009intermediatedsecurities/convention.pdf> [consulta: 25 de mayo de 2016].

Legislación

Decreto 2555 de 2010

Decreto 3960 de 2010

Ley 27 de 1990

Ley 964 de 2005

CAPÍTULO III

LOS SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE OPERACIONES SOBRE VALORES* **

MARIANA CASTELLANOS RAMÍREZ***

1. CONCEPTO

Dentro de la infraestructura del mercado de valores cumplen un papel fundamental los sistemas de compensación y liquidación de valores, así como los sistemas de pago, en especial los denominados “sistemas de pago de alto valor”, ya que ambos sistemas son los que, mediante un conjunto de normas, procedimientos, acuerdos, instituciones y mecanismos previamente establecidos y encadenados entre sí, permiten que las operaciones sobre valores efectuadas en las bolsas de valores, en los sistemas de negociación y en el denominado “mercado mostrador” (OTC) se cumplan de forma completa y definitiva, incluyendo la ejecución de las garantías a que haya lugar¹.

Dada la importancia de dichas infraestructuras, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por la sigla en inglés [International Organization of Securities Commissions]) hizo referencia a los sistemas de compensación y liquidación en el documento sobre los “Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores” de septiembre de 1998, cuyo contenido fue objeto revisión

* Para citar este libro: <http://dx.doi.org/10.15425/2017.267>

** La autora contó con la colaboración de Germán Eduardo Nieto en algunos apartes del capítulo, en los cuales se hace la correspondiente mención expresa.

*** Mariana Castellanos es abogada de la Pontificia Universidad Javeriana y especialista en Derecho Comercial y Legislación Financiera de la Universidad de los Andes. Actualmente se desempeña como Secretaria General de la Cámara de Compensación de Divisas de Colombia y abogada asesora de la Bolsa de Valores de Colombia.

¹ Este párrafo fue escrito por Germán Eduardo Nieto.

y actualización en junio de 2010². En el documento inicial de 1998 los definió como aquellos “[...] que proporcionan el proceso de presentar e intercambiar datos o documentos a fin de calcular las obligaciones de los participantes del sistema, para permitir la liquidación de estas obligaciones, y el proceso para transferir fondos y/o valores. Las reglas y procedimientos operativos que gobiernan los sistemas de compensación y liquidación deben estar a disposición de los participantes del mercado. Deberá existir una supervisión directa de los sistemas de compensación y liquidación y de sus operadores”³.

Por su parte, los Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero (PIMF) expedidos por el Comité de Sistemas de Pagos y Liquidación (CPSS) y el Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV-IOSCO) en abril de 2012, los cuales sustituyeron, entre otras, las recomendaciones para sistemas de liquidación de valores del año 2001 en lo que específicamente se refiere a dichas infraestructuras del mercado financiero, establecen una definición más acotada que la que traían las recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores (SSS, por sus iniciales en inglés [*securities settlement systems*]), al sostener que “Un sistema de liquidación de valores (SSS) permite la transferencia y liquidación de valores mediante su anotación en cuenta con arreglo a un conjunto de reglas multilaterales predeterminadas. Se trata de sistemas que posibilitan las transferencias de valores libres de pago o contra pago. Cuando la transferencia se efectúa contra pago, muchos sistemas proporcionan el servicio de entrega contra pago (DVP), donde la entrega del valor tiene lugar si y sólo si se efectúa el pago. Un SSS puede estar organizado con la finalidad de desempeñar funciones adicionales de compensación y liquidación de valores como la confirmación de las instrucciones de negociación y liquidación”⁴.

² International Organization of Securities Commissions, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, 2010. [en línea]. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf> [consulta: 23 de mayo de 2016].

³ Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV), *Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores*, 1998 [en línea]. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf> [consulta: 3 de mayo de 2016] numeral 13.8. Traducción libre.

⁴ Comité de Sistemas de Pago y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales (CPSS) y Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), *Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero*, abril de

La definición dada en las recomendaciones para SSS de 2001, al ser más amplia comprendía actividades como la confirmación, compensación, liquidación y custodia de valores, no obstante lo cual, podría estar abarcando el objeto desarrollado por otras infraestructuras que se tratan por separado en los Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero, como son los depósitos centrales de valores y las entidades de contrapartida central. Además, como se vio en el capítulo anterior, los depósitos centrales de valores comúnmente realizan también actividades de compensación y liquidación⁵.

Nótese los dos procesos referidos en la definición que traía el documento sobre Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores de 1998, a saber, el intercambio de datos o documentos para calcular las obligaciones de los participantes, y la transferencia de los fondos o valores. El primero corresponde a la compensación, en la cual se establecen las obligaciones a cargo de cada una de las partes de la operación y sus derechos correlativos. El segundo consiste en la liquidación, proceso que comporta el cumplimiento efectivo de las obligaciones determinadas en la compensación, mediante la entrega de los valores y de los fondos convenidos por las partes.

De esta manera, los sistemas de compensación y liquidación se articulan como foros de cumplimiento de las operaciones realizadas en el mercado de valores después de su contratación, mediante los cuales se mitigan los principales riesgos asociados a ellas, a saber, los riesgos de crédito, legal, de liquidez, operativo y sistémico.

Lo anterior, ofreciendo su infraestructura para recibir la información de las operaciones realizadas en el mercado de valores, determinar las obligaciones y los derechos que le asisten a cada una de las partes y efectuar la debida entrega de los valores o fondos según corresponda, para lo cual los sistemas cuentan con un marco normativo previamente establecido y divulgado; con una infraestructura tecnológica interconectada con las bolsas de valores, los sistemas de negociación y registro de operaciones, los depósitos centralizados de valores y los sistemas de pago; con mecanismos y procedimientos de cumplimiento y control de riesgos; y con la vigilancia de las autoridades de supervisión.

Es necesario poner de presente, sin que sea este un ejercicio de derecho comparado, que cada país establece particularidades específicas

2012 [en línea]. Disponible en http://www.bis.org/publ/cpss101_es.pdf [consulta: 19 de diciembre de 2013], p. 9.

⁵ *Ibíd*em, p. 9.

para la constitución y el funcionamiento de las entidades que administran los sistemas de compensación y liquidación, así como para la operación de estos últimos⁶. A este respecto, cabe resaltar la importancia de que los sistemas cuenten con un marco legal claro y sólido, como lo establecen las recomendaciones expedidas por la Unión Europea y los Principios para las infraestructuras del mercado financiero divulgados por el CPSS y el Comité Técnico de la IOSCO⁷.

No obstante la existencia de recomendaciones, principios y de una definición de sistemas de compensación y liquidación de valores bajo estándares internacionales, uno de los problemas que enfrenta su implementación por parte de cada país, e incluso la aplicación de las leyes y demás normas internas dictadas por los diferentes estados, es la de la falta de claridad y unicidad en el significado y alcance de los diferentes términos contenidos en tales instrumentos jurídicos, lo cual obedece, en nuestro criterio, a varias causas⁸:

- Al hecho de que la terminología utilizada en tales documentos difiere, en no pocas ocasiones, de la empleada, en la práctica, por los operadores del mercado.
- A la circunstancia de que los términos originales empleados por los organismos e instituciones internacionales no están en español, sino generalmente en inglés, lo cual hace que su traducción al español enfrente algunos inconvenientes, como la falta de una palabra que sea exactamente equivalente o la existencia de voces que pueden tener, en español, significados ambiguos o diversos.

⁶ Se pueden consultar la Ley del Mercado de Valores de Chile, Ley n.º 18.045; Ley del Mercado de Valores de España, Ley 24 de 1988; Ley del Mercado de Valores de Colombia, Ley 964 de 2005; Ley del Mercado de Valores de México del 30 de diciembre de 2005; Ley del Mercado de Valores de Perú, Decreto Legislativo n.º 861 del 21 de octubre de 1996; Securities Exchange Act de 1934.

⁷ Banco Central Europeo y Comité Europeo de Reguladores de Valores, *Recommendations for Securities Settlement Systems and Recommendations for Central Counterparties in the European Union* [en línea]. Disponible en https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/pr090623_escb-cesr_recommendationsen.pdf?0bbb7064ad7ec1fc90964d156d9059c7 [consulta: 3 de mayo de 2016], Recomendación 1; Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS) y Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), *Principios para las infraestructuras del mercado financiero*, abril de 2012 [en línea]. Disponible en http://www.bis.org/cpmi/publ/d101_es.pdf [consulta 3 de mayo de 2016], principio 1.

⁸ Este párrafo y los siguientes del numeral 1, “Concepto”, fueron escritos por Germán Eduardo Nieto.

- Finalmente, al hecho de que no todos los países de habla hispana utilizan los mismos términos con idéntico significado, lo cual lleva a que determinadas palabras signifiquen cosas distintas en un país y en otro.

Lo anterior sucede, entre otros casos, con los términos “compensación” y “liquidación”, que resultan fundamentales para entender el concepto y el funcionamiento de los sistemas de compensación y liquidación de valores, así como de los sistemas de pago.

Para aclarar el significado de tales expresiones, quizás resulte mejor, en primer lugar, citar la palabra en su idioma original y el significado que le han dado las instituciones internacionales antes citadas. En los glosarios publicados por el BIS y la IOSCO se encuentran las palabras en inglés “clearance” y “settlement”, las cuales aparecen definidas así (en español)⁹:

- “Clearance”: Este término tiene dos significados en el mercado de valores. Puede significar el proceso mediante el cual se calculan las obligaciones mutuas de los participantes, generalmente de forma neta, para el intercambio de valores y de efectivo. También puede aludir al proceso de transferencia de los valores en la fecha de liquidación, y en este sentido, el término “sistema de compensación” se utiliza a veces para referirse a los sistemas de liquidación de valores.
- “Settlement”: La conclusión de una operación mediante la transferencia definitiva de los valores y de los fondos entre el comprador y el vendedor.

Estas locuciones han sido traducidas usualmente al español como “compensación” (“clearance”) y “liquidación” (“settlement”).

Sin embargo, el asunto está lejos de ser pacífico. En primer lugar, porque, como lo reconocen el BIS y la IOSCO, el término “compensación” puede tener un doble significado en los mercados de valores: o bien puede significar el proceso de determinación y cálculo de las obligaciones recíprocas de las partes, o bien el proceso mediante el cual se transfieren los valores y el dinero relacionados con tales operaciones. En esta segunda acepción, la palabra “compensación” resultaría equivalente a “liquidación”.

⁹ Bank of International Settlements y International Organization of Securities Commissions. *Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores*, noviembre de 2012 (versión en español). Anexo 5: “Glosario” [en línea]. Disponible en <http://www.bis.org/cpmi/publ/d46es.htm> [consulta: 25 de mayo de 2016].

Más aun, en algunos países y en ciertas épocas las expresiones referidas se han empleado por los operadores del mercado con el significado inverso, es decir, “liquidación” para describir la determinación y cálculo de las obligaciones recíprocas, y “compensación” para hacer alusión al cumplimiento final.

Por otro lado, en los países de tradición jurídica romana y, especialmente, en aquellos que han seguido las orientaciones del Código de Napoleón, existe un problema adicional, a saber: que la voz “compensación” se utiliza en la ley para describir la extinción total o *parcial* de dos o más obligaciones líquidas y exigibles, cuando dos personas son recíprocamente deudoras o acreedoras.

Esta forma de extinción de las obligaciones, que en el mercado de valores no constituye una liquidación o cumplimiento final, sino una manera de “compensación”, o cálculo de las obligaciones recíprocas, se denomina en inglés “netting”. Dado que la palabra “neteo”, de usanza común entre economistas, contadores y operadores del mercado de valores, no existe en español, el término castizo más equivalente sería el de “compensación neta”.

Así, en la terminología jurídica actual de tales países, la palabra “compensación” puede significar dos y hasta tres cosas diversas: compensación (en el primer sentido de “clearance”), compensación neta (“netting”) o liquidación (“settlement”).

Con todo, y de la mano con los esfuerzos que se han hecho en el campo internacional para la homogenización de esta rama del derecho, así como con la evolución de la legislación en varios países, podemos decir que el significado más adecuado y generalmente aceptado de los términos “compensación” y “liquidación” en el mercado de valores, es el siguiente:

- *Compensación*: Es el proceso mediante el cual se determinan y calculan las obligaciones recíprocas de los participantes en determinada operación sobre valores. Esta compensación puede hacerse en forma neta, ya sea bilateral o multilateral¹⁰ (como en las cámaras de compensación), o de manera bruta (cada obligación individualmente), o mediante alguna combinación de estos sistemas.

¹⁰ En el caso del neteo multilateral, las cámaras de compensación pueden netear obligaciones de los participantes incluso si algunos de ellos no han sido contrapartes en las operaciones objeto de compensación y liquidación.

- *Liquidación*: Es el cumplimiento definitivo de una operación o un conjunto de operaciones, mediante la transferencia efectiva y final de los valores y el dinero involucrados en ellas, con base en la compensación que previamente se haya realizado.

2. OBJETO

Como se anotó, los sistemas de compensación y liquidación tienen por objeto específico proveer los mecanismos para el cabal cumplimiento de las operaciones realizadas en el mercado de valores, con sujeción a las reglas del propio sistema, bajo principios de seguridad y eficiencia, y procurando la efectiva gestión de los riesgos asociados.

Entre los principios para los mercados secundarios, establecidos por la OICV en su documento de “Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores” de junio de 2010, tal organización contempla que los sistemas de compensación y liquidación y las contrapartes centrales deben estar sujetos a requisitos regulatorios y de supervisión diseñados para asegurar que sean justos, efectivos y eficientes, y que reduzcan el riesgo sistémico¹¹.

A título de ejemplo, pensemos en una operación de compraventa de un valor, en la cual el vendedor se obliga a la entrega del valor convenido y el comprador se obliga al pago del precio pactado como contraprestación. Recibida la operación por el sistema de compensación y liquidación, este verificará la identidad de los participantes partes en ella, el valor vendido, el precio pactado y la fecha para su cumplimiento. A continuación aplicará los requisitos y controles de riesgo establecidos, superados todos los cuales, la operación podrá ser aceptada por el sistema para su compensación y liquidación, y quedará así revestida del atributo de firmeza que le confiere el principio de finalidad, que la amparará en casos de liquidación y medidas judiciales o administrativas que puedan ser adoptadas frente a una de las partes. El vendedor hará entrega al sistema del valor vendido y el comprador transferirá al sistema los fondos correspondientes al precio pactado, cumplido todo lo cual el sistema se encargará de intercambiar las prestaciones entregando al vendedor el dinero acordado y al comprador el valor adquirido. Lo anterior, con apoyo de los depósitos centralizados de valores y los sistemas de

¹¹ Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV), *Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores*, 1998 [en línea]. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf> [consulta: 3 de mayo de 2016], principio 38.

pagos a los cuales se encuentran interconectados las bolsas de valores y los sistemas de negociación y registro, y por cuyo intermedio se efectúan los flujos de dineros y de títulos mediante la anotación en cuenta.

3. MECANISMOS PARA LA COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE LAS OPERACIONES

Para establecer las obligaciones que corresponden a cada una de las partes, los sistemas de compensación y liquidación pueden adoptar esquemas bilaterales o multilaterales que incorporen o no el valor neto de las operaciones.

Un esquema bilateral tiene en cuenta las operaciones realizadas por un participante con cada una de sus contrapartes independientemente consideradas, mientras que un esquema multilateral comprende las operaciones efectuadas por el participante con todas sus contrapartes.

A su turno, un esquema que incorpore el valor neto de las operaciones sumará todas las compras y restará todas las ventas de un participante con los demás participantes, a diferencia de un esquema que incorpore el valor bruto de las operaciones, en el que se cumplirá el valor individual de cada una de ellas.

Como resultado de las distintas combinaciones, la liquidación puede revestir dos modalidades: bruta en tiempo real, en la cual el cumplimiento se realiza operación por operación en forma casi simultánea a la negociación, o neta diferida, en la cual las obligaciones se cumplen concluida la negociación mediante la transferencia de los valores o fondos correspondientes en términos netos.

Además el cumplimiento de las obligaciones derivadas de la operación se efectúa en términos de entrega contra pago (DVP, por sus iniciales en inglés), modalidad en la cual el vendedor deberá entregar los valores antes de la transferencia del precio acordado como contraprestación¹². Lo anterior, sin que sea posible transferir la propiedad de los valores antes de que se realice el pago del precio convenido, lo cual mitiga el riesgo de principal para el comprador en consonancia con estándares internacionales como los recomendados en la Unión Europea¹³.

¹² En sistemas de compensación y liquidación de divisas, en las que los flujos son solamente monedas, la liquidación es efectuada pago contra pago.

¹³ Banco Central Europeo y Comité Europeo de Reguladores de Valores, *Recommendations for Securities Settlement Systems and Recommendations for Central Counterparties in the European Union*. Recomendación 7.

4. FUNCIONES - MITIGACIÓN DE RIESGOS

Los sistemas de compensación y liquidación deben operar con eficiencia, seguridad, integridad y confiabilidad. Las precisas funciones de este tipo de infraestructuras se encuentran usualmente previstas en los reglamentos de funcionamiento de los sistemas.

De manera general, puede ponerse de presente que para facilitar la compensación y liquidación de las operaciones celebradas entre los participantes, el sistema debe contar con los mecanismos y procedimientos necesarios; gestionar los requisitos y controles de riesgo; contar con estándares operativos, técnicos y de funcionamiento, incluyendo medidas de seguridad, planes de contingencia y de recuperación; establecer reglas de acceso y de retiro de los participantes, y determinar las consecuencias y procedimientos a aplicar en caso de incumplimiento.

Entre las funciones de los sistemas de compensación y liquidación, vale la pena resaltar la relativa a la mitigación de los riesgos derivados de las operaciones realizadas en el mercado de valores, entre ellos los de crédito, de liquidez, operacional, legal y sistémico. La mitigación de riesgos por parte de las entidades de infraestructura debe ser comprensiva, de manera que se mitiguen todos los riesgos asociados a su funcionamiento, incluyendo los riesgos generales del negocio¹⁴.

Tal función es consistente con la reducción del riesgo sistémico como objetivo de la regulación de los mercados de valores definido por la OICV, en línea con el principio 30, según el cual los sistemas de liquidación de valores deben estar sujetos a requisitos regulatorios y de supervisión diseñados para asegurar que sean justos, efectivos y eficientes, y que reduzcan el riesgo sistémico¹⁵.

Cabe indicar brevemente que el riesgo de crédito se refiere a la posibilidad de que un participante incumpla de manera definitiva, total o parcial, con sus obligaciones derivadas de la liquidación; el riesgo de liquidez, a la posibilidad de que un participante incumpla total o parcialmente sus obligaciones derivadas de la liquidación, dentro del plazo establecido, pero que pueda cumplirlas luego; el riesgo operacional, a

¹⁴ Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS) y Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), *Principios para las infraestructuras del mercado financiero*, abril de 2012. Principios 3 y 15.

¹⁵ Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV), *Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores*, 1998 [en línea]. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf> [consulta: 3 de mayo de 2016], principio 38.

la posibilidad de errores humanos o fallas en equipos, sistemas, comunicaciones y demás elementos necesarios para el adecuado y continuo funcionamiento del sistema de compensación y liquidación; el riesgo legal, a la posibilidad de que un participante incumpla total o parcialmente sus obligaciones derivadas de la liquidación por debilidades o vacíos del marco legal vigente, los reglamentos o los contratos¹⁶; y el riesgo sistémico, a la posibilidad de que el incumplimiento total o parcial de un participante de las obligaciones a su cargo o el mal funcionamiento del sistema de compensación y liquidación conlleve a que otros participantes en él o en otros sistemas no puedan cumplir sus obligaciones, y que tal incumplimiento pueda causar problemas generales de liquidez o de crédito y pueda amenazar la estabilidad de los mercados financieros.

Así, los sistemas deben contar con mecanismos y procedimientos para monitorear, medir y controlar de manera permanente la exposición a los riesgos, para lo que es vital contar con información oportuna.

Como lo indica la OICV, los sistemas de compensación y liquidación deben hacer seguimiento a la estabilidad, situación financiera y actividad de sus participantes con el fin de minimizar el riesgo de crisis de los participantes y el riesgo sistémico. Conforme a la misma OICV, entre las herramientas para gestionar los riesgos se encuentran los requisitos sobre márgenes, así como “mecanismos de interrupción, límites de posiciones, límites de precios, interrupción de la negociación, suficiencia del capital, sistemas de gestión de riesgos, normas operativas, limitación a los préstamos, cobertura de seguros, sistemas de copia de seguridad y fondos de garantía”¹⁷.

5. SOCIEDADES ADMINISTRADORAS

Si bien varios tipos de entidades, como bolsas de valores, cámaras de riesgo central de contraparte, bancos centrales y depósitos centralizados de valores pueden administrar sistemas de compensación y liquidación, es una tendencia que ellos sean administrados por entidades constituidas exclusivamente para tal fin. Lo anterior, de manera especializada,

¹⁶ A propósito del riesgo legal, cabe resaltar la importancia del principio de finalidad o firmeza de las operaciones y la protección legal de las garantías, como se verá más adelante.

¹⁷ Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV), *Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores*, 1998, numeral 13.11.

con independencia de los foros de negociación y con el fin de mitigar los riesgos que supone el cumplimiento de las operaciones de manera bilateral, esto es, directamente por las partes.

Las administradoras son entidades sujetas en su constitución, funcionamiento y liquidación a la supervisión estatal, función en desarrollo de la cual los reglamentos para la operación del sistema de compensación y liquidación y sus modificaciones, son determinados legalmente en su contenido mínimo y son materia de aprobación por la autoridad competente.

Conforme el documento “Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores” de septiembre de 1998 de la OICV¹⁸, los reguladores de los sistemas de compensación y liquidación deben

[...] exigir un marco que les permita verificar la responsabilidad de dichos sistemas, para hacer un seguimiento y, si es posible, predecir y prevenir problemas relacionados con la compensación y la liquidación. Esto incluye la facultad de promover la eficiencia y la seguridad mediante la revisión de los mecanismos del sistema y el establecimiento de normas operativas. Los reguladores deberán estar facultados para promulgar directrices que las organizaciones de compensación y liquidación deben satisfacer.

La operación de los servicios de compensación y liquidación deberá estar sujeta a inspección y revisión periódica por el regulador. Las organizaciones de compensación y liquidación estarán obligadas a hacer informes al regulador y pueden estar obligadas a someterse a auditorías periódicas y, si es necesario, a auditorías y exámenes especiales.

Así mismo, los “Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores” de junio de 2010 establecen dentro de los principios para los mercados secundarios que los sistemas de liquidación de valores deben contar con unos requerimientos regulatorios y de supervisión que sean justos, eficientes y efectivos y que reduzcan el riesgo sistémico¹⁹.

¹⁸ Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV), *Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores*, 1998 [en línea]. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf> [consulta: 3 de mayo de 2016], numeral 13.9.

¹⁹ International Organization of Securities Commissions, *Objectives and Principles of Securities Regulation, June 2010*. [en línea]. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf> [consulta: 20 de enero de 2014], p. 12.

Los sistemas de compensación deben ser sujetos de regulación y supervisión transparente, consistente y efectiva, y es de vital importancia la cooperación entre reguladores, bancos centrales y demás autoridades relevantes.

Las entidades administradoras pueden estar obligadas a cumplir con requisitos de capital mínimo para su operación y límites en su participación accionaria, y sus accionistas pueden ser personas naturales o jurídicas autorizadas legalmente para ser socias de este tipo de entidades.

Las administradoras deben contar con reglas de buen gobierno claras que incluyan condiciones de idoneidad y experiencia de sus directivos y empleados, reglas de responsabilidad, administración de conflictos de interés, divulgación, y procedimientos de auditoría integral de su actividad.

Las reglas de gobierno deben ser diseñadas para cumplir con los requerimientos de interés público y promover los objetivos de los propietarios y participantes relevantes del mercado²⁰. Así mismo, fomentar la seguridad y eficiencia de la administradora y soportar la estabilidad del sistema financiero²¹.

Los sistemas deben ser eficientes, de manera que se satisfagan las necesidades de los participantes y del mercado²²; y cumplir con estándares de transparencia, entregando a los participantes información suficiente para que ellos evalúen los riesgos y costos asociados al servicio de compensación y liquidación²³.

²⁰ Banco Central Europeo y Comité Europeo de Reguladores de Valores, *Recommendations for Securities Settlement Systems and Recommendations for Central Counterparties in the European Union*. Recomendación 13.

²¹ Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS) y Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), *Principios para las infraestructuras del mercado financiero*, abril de 2012. Principio 2.

²² Banco Central Europeo y Comité Europeo de Reguladores de Valores, *Recommendations for Securities Settlement Systems and Recommendations for Central Counterparties in the European Union*. Recomendación 15; Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS) y Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), *Principios para las infraestructuras del mercado financiero*, abril de 2012. Principio 21.

²³ Banco Central Europeo y Comité Europeo de Reguladores de Valores, *Recommendations for Securities Settlement Systems and Recommendations for Central Counterparties in the European Union*. Recomendación 17; Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS) y Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones

6. PARTICIPANTES

Pueden ser participantes de los sistemas de compensación y liquidación las entidades autorizadas legalmente para ello y que hayan cumplido los requisitos de acceso establecidos por el sistema en su reglamento. Tales requisitos deben ser objetivos, públicos, equitativos, transparentes, de manera tal que propicien amplia participación y concurrencia, y solamente restrictivos en función de consideraciones legales o de mitigación de riesgos debidamente establecidas, de manera que no se propicien discriminaciones injustas²⁴.

La participación en los sistemas puede ser directa, en cuyo caso el participante puede efectuar la compensación y liquidación en las cuentas del sistema, o indirecta, en cuyo caso el participante accede al sistema a través de un participante directo.

7. RELACIÓN CON BOLSAS DE VALORES, SISTEMAS DE NEGOCIACIÓN Y REGISTRO, DEPÓSITOS CENTRALIZADOS DE VALORES Y SISTEMAS DE PAGOS

Para la compensación y liquidación de las operaciones, los sistemas de compensación y liquidación deben interactuar con otros sistemas como son las bolsas de valores, los sistemas de negociación y registro, los depósitos centralizados de valores y los sistemas de pago.

Mediante la infraestructura tecnológica y operativa, el sistema de compensación y liquidación recibe de las bolsas de valores y de los sistemas de negociación y registro las operaciones sobre valores celebradas y registradas en tales foros para su cumplimiento postcontratación mediante la compensación y liquidación.

Tal como lo establece el documento “Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores” de septiembre de 1998 de

de Valores (IOSCO), *Principios para las infraestructuras del mercado financiero*, abril de 2012. Principio 23.

²⁴ Banco Central Europeo y Comité Europeo de Reguladores de Valores, *Recommendations for Securities Settlement Systems and Recommendations for Central Counterparties in the European Union*. Recomendación 14; Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS) y Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), *Principios para las infraestructuras del mercado financiero*, abril de 2012. Principio 18.

la OICV²⁵, los sistemas de compensación y liquidación deben prever la verificación expedita de las operaciones, con tanta proximidad al tiempo real como sea posible. Para el efecto, resulta conveniente contar con enlaces plenamente automatizados entre el sistema de negociación y el sistema de compensación y liquidación que permitan la rápida y exacta transmisión de los datos sobre las operaciones.

Para la completa ejecución de la liquidación, esto es, el efectivo cumplimiento de las obligaciones derivadas de la operación, el sistema de compensación y liquidación se encuentra interconectado a los depósitos centralizados de valores, a través de los cuales se efectúa el traspaso de la titularidad de los valores mediante el registro electrónico de la anotación en cuenta, y los sistemas de pagos, usualmente administrados por los bancos centrales, por medio de los cuales se realiza el traslado del dinero correspondiente.

Cabe resaltar que conforme a las recomendaciones internacionales, los sistemas de compensación y liquidación deben identificar, monitorear y administrar los riesgos derivados de la interconexión con otras entidades de infraestructura²⁶.

8. APLICACIÓN DE LOS PRINCIPIOS DE FINALIDAD Y PROTECCIÓN DE LAS GARANTÍAS Y PRINCIPIOS INTERNACIONALES SOBRE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE OPERACIONES SOBRE VALORES

A) *Principio de finalidad*²⁷

Al revisar los principios y las recomendaciones internacionales en esta materia, no encontramos un principio que se denomine así, “principio de finalidad”, como se le conoce en la legislación colombiana, para citar un ejemplo.

La alusión que tales principios y recomendaciones hacen a la “finalidad” o al adjetivo “final”, o a las expresiones “firmeza” y “firme”, es

²⁵ Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV), *Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores*, 1998, numeral 13.10.

²⁶ Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS) y Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), *Principios para las infraestructuras del mercado financiero*, abril de 2012. Principio 20.

²⁷ La autora reconoce y agradece la colaboración del profesor Germán Eduardo Nieto en el desarrollo de los textos sobre los principios de finalidad y de compensación y liquidación de operaciones sobre valores (numerales 8A y 8C, respectivamente).

para referirse a la liquidación, en el sentido de que el cumplimiento o liquidación de las obligaciones derivadas de operaciones realizadas en el mercado de valores debe ser final o definitivo, es decir, incondicional, irrevocable y no-anulable.

Lo anterior significa que, contrario a lo que sucede en los países en donde existe o existía la denominada regla de la “hora cero” (“zero-hour rule”), consistente en que todas las operaciones y los pagos efectuados por una entidad que ha sido objeto de un proceso de quiebra, liquidación o insolvencia deben revocarse, anularse o reversarse a partir de la media noche (00:01 horas) del día en que se da inicio al respectivo procedimiento, las obligaciones u órdenes de transferencia recibidas por los sistemas de compensación y liquidación de valores y por los sistemas de pago, y cumplidas o liquidadas antes de la notificación del proceso de quiebra, liquidación o insolvencia, no deben ser objeto de anulación, revocación o resolución por parte de los participantes en la respectiva operación, de un juez, del funcionario administrativo que lleve a cabo la ejecución del proceso concursal, o de cualquier otra persona o autoridad.

Así, en principio, la “finalidad” no significa nada distinto que la firmeza e irrevocabilidad de la liquidación de las operaciones, efectuada en uno o varios sistemas de compensación y liquidación de valores y en uno o varios sistemas de pago.

No obstante, la legislación de varios países ha creado todo un “principio de finalidad” y ha extendido este principio, por razones prácticas, a etapas y actos anteriores a la liquidación, a los cuales no se refiere, como se ha visto, la “finalidad” mencionada en los instrumentos internacionales.

Así, por ejemplo, en Colombia la Ley 964 de 2005 (“Ley Marco del Mercado de Valores”), al referirse al principio de finalidad, señala que las órdenes de transferencia de valores y de dinero recibidas por un sistema de compensación y liquidación de valores se entienden incondicionales, irrevocables, inembargables y oponibles frente a terceros, a partir del momento en que tales órdenes han sido “aceptadas” por el respectivo sistema de compensación y liquidación. Vale la pena aclarar que, dentro de la terminología utilizada en la mencionada ley, la aceptación se da cuando las órdenes de transferencia han superado los requisitos y controles de riesgo establecidos por el respectivo sistema, pero constituyen usualmente una etapa anterior a la liquidación. Así mismo, en el caso colombiano la finalidad en las operaciones que

aceptan las cámaras de riesgo central de contraparte está regulada de manera especial en el artículo 15 de la Ley 964 de 2005 y en los decretos expedidos por el Gobierno Nacional en ejercicio de sus facultades de intervención, que regulan estas entidades, como se explica en el siguiente capítulo de esta parte de la obra.

Independientemente de la bondad que esta ampliación tenga para el mercado de valores de cada país, es importante resaltar, en un contexto exclusivamente académico, que el denominado “principio de finalidad”, tal como se encuentra concebido y desarrollado en la legislación de varios estados, corresponde más a una creación autóctona de dichos países, a partir del concepto de “finalidad” utilizado en los principios y las recomendaciones internacionales del BIS y la IOSCO, que a un principio internacional en sí mismo.

Ahora pasamos a explicar cómo opera el principio de finalidad. Básicamente, una vez es cursada una operación al sistema de compensación y liquidación, este, conforme sus particulares reglas de operación, verificará el debido cumplimiento de los controles de riesgo como condición para la aceptación de la operación, entre ellos, suficiencia de saldos en las cuentas de dinero y de valores del participante, adecuado nivel de garantías y cumplimiento de límites operativos.

Aceptada la operación para su compensación y liquidación, se reviste de la protección legal que le confiere el principio de finalidad²⁸, por virtud del cual la operación y cualquier acto que deba realizarse para su cumplimiento se entienden irrevocables, firmes, vinculantes, exigibles y oponibles a terceros, sin posibilidad de ser objeto de medidas administrativas o judiciales, impugnaciones o anulaciones, que puedan limitar o suspender el cumplimiento de la operación.

Solamente en casos excepcionales las órdenes de transferencia de valores o dinero derivadas de la operación, que ya hayan sido aceptadas, podrán ser anuladas o modificadas si el administrador del sistema lo autoriza por causas como error material o problemas técnicos.

La finalidad es por tanto un principio cardinal para los sistemas de compensación y liquidación, que proporciona seguridad jurídica de las operaciones que son procesadas y mitiga el riesgo sistémico en cuanto

²⁸ En relación con el principio de finalidad y la protección legal de las garantías, se puede consultar la Ley de Valores de Colombia, Ley 964 de 2005; la Ley 41 de 1999 de España, sobre sistemas de pagos y liquidación de valores, que incorpora al ordenamiento jurídico español la Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de la Unión Europea del 19 de mayo de 1998.

las protege de afectaciones por reclamaciones de terceros, o medidas de autoridades administrativas o judiciales, todo ello encaminado a llevar a feliz término el cumplimiento de lo pactado, y de tal manera, proteger a los inversionistas.

Las recomendaciones internacionales prevén la necesidad de que las reglas del sistema establezcan de manera clara el momento a partir del cual opera la finalidad, la cual debe proveerse en tiempo real o al final del día, con el fin de reducir riesgos para las transacciones²⁹.

B) *Principio de protección a las garantías*

A su vez, los sistemas de compensación y liquidación también cuentan con el instrumento de protección legal de las garantías que entregan los participantes, las que no pueden ser objeto de medidas judiciales o administrativas mientras no se cumplan las operaciones a las que se encuentran afectas. El sistema puede hacer efectivas tales garantías en los casos de incumplimiento del participante, sin necesidad de autorización judicial, aun si este fuera sometido a un proceso de insolvencia.

C) *Principios internacionales sobre compensación y liquidación de operaciones sobre valores (BIS-IOSCO)*

Si bien es cierto que los “Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores” no se refieren exclusivamente a los sistemas de compensación y liquidación de valores, y ni siquiera a la infraestructura del mercado de valores, en general, sino a la regulación del mercado de valores en su conjunto, es importante aclarar que varios de los principios mencionados, como aquellos referentes a la existencia de una base legal sólida, clara y transparente, o los atinentes a la regulación y la supervisión, conciernen transversalmente a todos los componentes del mercado, entre ellos la infraestructura.

No obstante, en dicho documento sí encontramos un principio que afecta directamente los sistemas de compensación y liquidación, como es el principio número 30, en la parte H (principios relativos a los mercados secundarios), el cual se expresa de la siguiente manera: “Los sistemas de compensación y liquidación estarán sujetos a supervisión prudencial y diseñados de manera que sean justos y eficientes y que

²⁹ Banco Central Europeo y Comité Europeo de Reguladores de Valores, *Recommendations for Securities Settlement Systems and Recommendations for Central Counterparties in the European Union*. Recomendación 8.

reduzcan el riesgo sistémico”. Vale la pena recordar que la reducción del riesgo sistémico o “de contagio” es uno de los tres objetivos que, según la IOSCO, debe buscarse en la regulación de los mercados de valores.

Ahora bien: más específicamente para los sistemas de compensación y liquidación de valores, en noviembre de 2001 se publicó el documento intitulado “Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores”, elaborado en conjunto por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación del BIS y el Comité Técnico de la IOSCO y en abril de 2012 se expidieron los “Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero”.

Para profundizar en los principios y recomendaciones internacionales se recomienda consultar el contenido de los citados documentos.

9. ACTIVIDAD DE CUSTODIA DE VALORES³⁰

En el año 2013 el Gobierno Nacional, en ejercicio de la facultad de intervención en el mercado de valores, consagrada en los artículos 3.º y 4.º de la Ley 964 de 2005, calificó como actividad del mercado de valores la actividad de custodia de valores. Dicha actividad no tenía una regulación específica en el mercado de valores, y fue objeto de reglamentación mediante los decretos 1243 de 2013 y 1498 de 2013, incorporados en el Decreto 2555 de 2010.

Según las normas indicadas, la custodia de valores es una actividad del mercado de valores por medio de la cual el custodio ejerce el cuidado y la vigilancia de los valores y recursos en dinero del custodiado para el cumplimiento de operaciones sobre dichos valores. En ejercicio de esta actividad, el custodio deberá prestar como mínimo los servicios obligatorios de salvaguarda de los valores, la compensación y liquidación de las operaciones realizadas sobre dichos valores, así como la administración de los derechos patrimoniales que de ellos emanan, en los términos establecidos en la regulación.

Además de los servicios obligatorios antes mencionados, el custodio y el custodiado podrán pactar la prestación de los siguientes servicios complementarios por parte del custodio: (1) administración de derechos políticos, (2) valoración, (3) transferencia temporal de valores, (4) cumplimiento de obligaciones fiscales que se encuentren en cabeza del custodiado, respecto de los valores entregados en custodia, y (5)

³⁰ Este apartado fue escrito por Germán Nieto.

cumplimiento de las obligaciones cambiarias que se encuentren en cabeza del custodiado, respecto de los valores entregados en custodia.

Los principios que orientan la actividad de custodia de valores son: (1) independencia, según el cual el ejercicio de tal actividad requiere que las áreas, funciones y mecanismos de toma de decisiones susceptibles de entrar en conflicto de interés se encuentren separadas decisoria, física y operativamente dentro del custodio; (2) segregación, conforme al cual los valores recibidos en custodia constituyen un patrimonio independiente y separado de los activos propios del custodio, y de aquellos que éste custodie en virtud de otros negocios; y (3) profesionalidad, en cuya virtud el custodio en el ejercicio de su actividad deberá actuar de manera profesional, con la diligencia exigible a un experto prudente y diligente en la custodia de valores³¹.

Conforme a lo dispuesto por la norma de intervención, la actividad de custodia de valores solo podrá ser ejercida por las sociedades fiduciarias autorizadas por la Superintendencia Financiera de Colombia, entidad que reglamentó los parámetros mínimos que tales sociedades deben atender en relación con la actividad de custodia de valores, en el capítulo IV del Título IV de la Parte III de la Circular Básica Jurídica.

Según la regulación vigente, la contratación de la custodia de valores es obligatoria para los fondos de inversión colectiva³², y es opcional para el caso de los portafolios de valores de terceros que administren las sociedades comisionistas de bolsa, y los fideicomisos de inversión administrados por las sociedades fiduciarias³³.

BIBLIOGRAFÍA

Doctrina

Comité de Sistemas de Pago y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales (CPSS) y Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), *Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero*, abril de 2012 [en línea]. Disponible en http://www.bis.org/publ/cpss101_es.pdf [consulta: 19 de diciembre de 2013].

³¹ Artículo 2.37.1.1.5 del Decreto 2555 de 2010.

³² Ibidem, art. 3.1.3.3.1.

³³ Ibidem, art. 2.37.2.1.10.

Comité de Sistemas de Pago y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales (CPSS) y Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), *Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores*, noviembre de 2001 [en línea]. Disponible en <http://www.bis.org/publ/cpss46es.pdf> [consulta: 19 de diciembre de 2013].

European Central Bank (ECB) and the Committee of European Securities Regulators (CESR), *Recommendations for Securities Settlement Systems and Recommendations for Central Counterparties In the European Union*, mayo de 2009 [en línea]. Disponible en http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/pr090623_escb-cesr_recommendationsen.pdf [consulta: 20 de enero de 2014].

International Organization of Securities Commissions, *Objectives and Principles of Securities Regulation June 2010* [en línea]. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf> [consulta: 20 de enero de 2014].

Organización Internacional de Comisiones de Valores, *Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores*, septiembre de 1998 [en línea]. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf> [consulta: 20 de enero de 2014].

Legislación

Decreto 2555 de 2010.

Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo del 19 de mayo de 1998.

Ley del Mercado de Valores de Chile, Ley n.º 18.045.

Ley del Mercado de Valores de Colombia, Ley 964 de 2005.

Ley 41 de 1999 de España.

Ley del Mercado de Valores de España, Ley 24 de 1988.

Ley del Mercado de Valores de México del 30 de diciembre de 2005.

Ley del Mercado de Valores de Perú, Decreto Legislativo n.º 861 del 21 de octubre de 1996.

Securities Exchange Act de 1934.

CAPÍTULO IV

CÁMARAS DE RIESGO CENTRAL DE CONTRAPARTE*

PAOLA SAAVEDRA CAMERANO**

DIANA RIVERA ANDRADE***

Dentro de las entidades de infraestructura encontramos las cámaras de riesgo central de contraparte, que son a su vez denominadas “entidades de contrapartida central”¹.

Las cámaras de riesgo central de contraparte administran sistemas de compensación y liquidación, interponiéndose como contraparte en las operaciones de un mercado financiero con el fin de asegurar o garantizar su cumplimiento. En tal medida, las cámaras deben estructurar el mecanismo o la figura jurídica mediante la cual lograrán dicho propósito. Al constituirse como contraparte de la operación, las cámaras se convierten en el comprador del vendedor y en el vendedor del comprador, y es inadmisibles para la correspondiente cámara excusarse

* Para citar este libro: <http://dx.doi.org/10.15425/2017.268>

** Paola Saavedra Camerano es abogada y especialista de la Pontificia Universidad Javeriana. Es especialista en Derecho Comercial de la Universidad de los Andes. Se ha desempeñado como secretaria general de la Cámara de Compensación de Divisas de Colombia S. A., y como secretaria general de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia S. A.

*** Diana Rivera Andrade es abogada y especialista en Resolución de Conflictos de la Pontificia Universidad Javeriana, especialista en Derecho Comercial y Legislación Financiera y magister en Derecho Privado de la Universidad de los Andes, especialista en Derecho Procesal Civil de la Universidad Externado de Colombia. Miembro fundador del Capítulo Colombiano del Instituto Iberoamericano de Derecho Concursal, miembro del Instituto Iberoamericano de Derecho Concursal y miembro de la International Association of Restructuring, Insolvency & Bankruptcy Professionals (INSOL International). Profesora de la Universidad de los Andes y de la Pontificia Universidad Javeriana. Actualmente se desempeña como socia en Ochoa Rivera, consultores jurídicos.

¹ La Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV [IOSCO, por su sigla en inglés]), identifica a las entidades de contrapartida central con la sigla ECC (CCP, por su sigla en inglés).

del cumplimiento de las obligaciones a cargo de cada una de las partes primigenias (vendedor o comprador) de la operación.

Las cámaras surgieron como entidades necesarias para el desarrollo de los mercados de derivados estandarizados², pues los operadores de dichos mercados consideraron que su interposición era esencial para su creación y profundización.

Los derivados estandarizados hacen referencia a operaciones con condiciones uniformes “[...] cuya principal característica consiste en que su precio justo de intercambio depende de uno o más subyacentes y su cumplimiento o liquidación se realiza en un momento posterior. Dicha liquidación puede ser en efectivo, en instrumentos financieros o en productos o bienes transables, según se establezca en el contrato o en el correspondiente reglamento del sistema de negociación de valores, del sistema de registro de operaciones sobre valores o del sistema de compensación y liquidación. [...]”³.

Es decir, los derivados son instrumentos financieros cuyas condiciones se establecen en el momento de su celebración para ser cumplidas posteriormente. Esta característica conlleva la posibilidad de que las condiciones de mercado bajo las cuales las partes celebraron la operación y aquellas que tuvieron en cuenta para contraer sus obligaciones de cumplimiento futuro cambien sustancialmente durante el transcurso del plazo de la operación y puedan generar pérdidas para una de las partes al vencimiento de la operación, circunstancia que implica un posible incumplimiento de la operación por la parte afectada.

Por tal razón, al sustituir a las partes primigenias de la operación, las cámaras eliminan la posibilidad de incumplimiento comentada.

En consideración a la adecuada administración de los riesgos demostrada a lo largo de los años por parte de las cámaras de riesgo central de contraparte, y a la estabilidad generada por ellas en los mercados para los cuales fueron inicialmente ideadas, el objeto de dichas entidades se ha ampliado y en la actualidad participan incluso en los mercados de cumplimiento de contado⁴.

² Los contratos de derivados se tratan en la sección VI del capítulo 1 del tomo III de la presente obra colectiva.

³ Decreto 2555 de 2010, Colombia, artículo 2.35.1.1.1.

⁴ Tal como se indica en la presentación de las Recomendaciones para entidades de contrapartida central del año 2004 del Comité de Sistemas de Pago y Liquidación, Banco de Pagos Internacionales (CPSS) y Comité Técnico de la Organización Internacional de

Actualmente las cámaras de riesgo central de contraparte son proveedoras de infraestructura de los mercados de valores, y se encuentran sujetas a la vigilancia y supervisión del Estado en el desarrollo de su objeto social, pues intervienen directamente —como infraestructura— en el mercado financiero y bursátil⁵, donde buena parte de los intereses en juego revisten interés público, y porque son además parte de los mecanismos existentes para lograr mantener la estabilidad financiera⁶.

Al respecto, las recomendaciones más recientes del Comité de Sistemas de Pagos y Liquidación (CPSS) y del Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV-IOSCO) para las infraestructuras del mercado financiero, año 2012, establecen que “[...] Las infraestructuras de los mercados financieros (FMI) que permiten la compensación, la liquidación y el registro de operaciones monetarias y otras operaciones financieras pueden fortalecer los mercados a los que prestan servicios y desempeñar una función fundamental en el fomento de la estabilidad financiera. No obstante, si no se gestionan adecuadamente, pueden generar riesgos importantes para el sistema financiero y ser una posible fuente de contagio, especialmente en periodos de tensión en el mercado”⁷.

Comisiones de Valores (IOSCO). Basilea (Suiza), noviembre, 2004. Las entidades de contrapartida central empezaron participando en mercados de derivados; sin embargo, con posterioridad asumieron el riesgo de las operaciones celebradas en otros mercados como los de contado dada su efectividad para mitigar y administrar los riesgos asociados a ellas. Actualmente también prestan sus servicios a los mercados de efectivo y a los mercados no regulados, pp. iii y 1. Véase Banco de Pagos Internacionales y Organización Internacional de Comisiones de Valores, *Recomendaciones para entidades de contrapartida central* [en línea]. Disponible en <http://www.bis.org/cpmi/publ/d64es.pdf> [consulta: 3 de mayo de 2016].

⁵ Constitución Política, art. 189.

⁶ “La estabilidad financiera se entiende como una situación en la cual el sistema financiero intermedia eficientemente los flujos financieros, contribuyendo a una mejor asignación de los recursos y, por ende, al mantenimiento de la estabilidad macroeconómica”, septiembre de 2010. Reporte de Estabilidad Financiera. Banco de la República. Departamento de Estabilidad Financiera.

⁷ Comité de Sistemas de Pago y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales (CPSS) y Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), *Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero*, abril de 2012 [en línea] Disponible en http://www.bis.org/publ/cpss101_es.pdf [consulta: 19 de

1. ANTECEDENTES

El origen de las cámaras de riesgo central de contraparte se encuentra en la evolución de los sistemas de compensación y liquidación de valores y en la génesis de los mercados de derivados.

El antecedente remoto de la compensación con contrapartida central fue la figura de la compensación, cuyo surgimiento —según los historiadores— ocurrió en las denominadas ‘ferias de Champaña’, que se celebraban en diferentes localidades de la región (Lagny, Bar sur-Aube, Provins, Troyes), en las cuales “[...] eran tan numerosos e importantes los pagos que en ellas se efectuaban que no habían tardado en convertirse, según una acertada expresión, en la sede del mercado monetario de toda Europa. [...] En cada feria, después de un primer período dedicado a la venta, se iniciaba el de los pagos. Estos se extendían no sólo al de las deudas contraídas en la misma feria, sino también a cantidad de pagos a largo plazo de obligaciones contraídas en ferias anteriores. [...], el hecho de que todas las plazas de Europa estuvieran mutuamente en contacto en las ferias de Champaña introdujo en estas, en el siglo XIII, el sistema de pago de las deudas por compensación. Las ferias desempeñaron, pues, en aquella época, el papel de un ‘clearing house’ embrionario”⁸.

A su vez el antecedente cercano de las entidades de contrapartida central ha sido asociado de manera general a la creación y el desarrollo de las cámaras de compensación ya evolucionadas (‘clearing houses’, por su denominación en inglés) y la prestación de sus servicios en los mercados organizados de futuros.

diciembre de 2013], p. 5. En el mismo sentido, Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los derivados OTC, las contrapartes centrales y los registros de operaciones, Bruselas, sep. 15/2010, señaló: “[...] Debido al papel central que desempeñan, las contrapartes centrales constituyen un componente esencial del mercado en el que operan. En consecuencia, la quiebra de una contraparte central tendría casi con certeza efectos sistémicos potenciales en el sistema financiero”.

⁸ Henri Pirenne, *Historia económica y social de la edad media*, Ciudad de México, Fondo de Cultura Económica. 1975, pp. 75 y ss. En el mismo sentido el autor francés Jaques Le Goff, en su obra *Mercaderes y banqueros de la Edad Media*, señala que en dichas ferias surge un sistema de *clearing* al extenderse la costumbre de pagar deudas mediante compensación. Jiabin Huang, *The Law and Regulation of Central Counterparties*, Oxford and Portland, Oregon, Hart Publishing, 2010, p. 44.

Las primeras entidades constituidas como cámaras de compensación fueron las cámaras de compensación bancaria de cheques (1773)⁹ y aquellas dedicadas a la compensación de *commodities* (1883)¹⁰.

La creación de las primeras cámaras se debió a la necesidad de los participantes del mercado de contar con un mecanismo con el cual un tercero imparcial efectuara de forma centralizada la liquidación de las obligaciones provenientes de distintos deudores. En efecto, antes de la creación de las cámaras de compensación, de los sistemas de compensación de valores y de las cámaras de riesgo central de contraparte, los participantes del mercado liquidaban bilateral y directamente sus operaciones, lo cual implicaba una operativa ineficiente, costosa y riesgosa.

⁹ “El Amsterdam Exchange Bank, fundado en 1609, se convirtió en la cámara de compensación más grande de Europa e hizo de la ciudad un centro financiero internacional. La primera cámara de compensación bancaria moderna fue fundada en Londres en 1773. La primera cámara de compensación de Estados Unidos fue fundada en 1853, por los bancos comerciales de la misma ciudad, fue la cámara de compensación de Nueva York.” www.merriam-webster.com. Como se comenta en el libro *Banca práctica* (*Practical Banking*) de Albert S. Bolles, publicado por Homans Publishing Company en 1884, “[...] el día que inició operaciones la cámara de compensación, alrededor de dos mil setecientas cuentas abiertas y activas en los libros de contabilidad de los bancos asociados fueron cuadradas y/o cruzadas, la mayoría de ellas por primera vez (la práctica de los bancos había sido emitir cheques entre ellos para aproximarse a la cifra que cruzaba las cuentas, pero nunca llegaban a la cifra exacta) y todas ellas definitivamente. El negocio que había hecho necesario ese gran número de cuentas era por lo tanto llevado a cabo más rápidamente, con menos inconvenientes para los funcionarios bancarios y con mayor seguridad para todos los involucrados.”

¹⁰ “[...] Fundada como la Cámara del Comercio Minneapolis en 1881, Minneapolis Grain Exchange ha servido a productores, procesadores y molineros durante 126 años. [...] En 1883, justo dos años más tarde, la Cámara del Comercio introdujo su primer contrato de futuro: al trigo rojo duro de primavera. Este contrato fue lanzado para dirigir las necesidades de gestión de riesgos de precios de compradores y vendedores de trigo de primavera y desde su lanzamiento se continúa negociando hasta el día de hoy. Por más de 60 años, el intercambio operaba como la Cámara del Comercio Minneapolis. En 1947, la Cámara del Comercio Minneapolis se convirtió en Minneapolis Grain Exchange, y la nueva Cámara del Comercio de Minneapolis desarrollada como la organización de negocio y cívica que es hoy (MGEX, 2008).” Mercado de futuros, alternativa de protección de precios para los industriales transformadores del grano de trigo en México. Rojas, David y J. L. Abreu (Daena: International Journal of Good Conscience. 3(2) : 105-144, septiembre 2008. ISSN 1870-557X). En el mismo sentido, Jiabin Huang, *The Law and Regulation of Central Counterparties*, Oxford and Portland, Oregon, Hart Publishing, 2010, pp. 44 y ss.

Inicialmente las asociaciones privadas de comerciantes asumieron la posición de tercero imparcial, prestando sus servicios de compensación y liquidación mediante un esquema de corro o lugar reservado para la negociación, que consistía en reunir en un solo corro tanto a los vendedores como a los compradores y proceder a la liquidación de sus operaciones. Dicho esquema evolucionó, hasta llegar al neteo multilateral, pues se trataba de operaciones celebradas entre partes acreedoras y deudoras integrantes del mismo corro¹¹.

En cuanto a los mercados de derivados, se debe iniciar el recorrido en el año 1573, en el que, bajo el reinado de Carlos V, como gobernante de los Países Bajos, se introdujo un marco normativo que buscaba propiciar la comercialización de productos básicos; posteriormente, alrededor del año 1630, en Holanda, el mercado de tulipanes se convirtió de un mercado estacional a una rueda de futuros y opciones donde se negociaban los bulbos, para finalmente aparecer en Japón en 1730 el primer mercado organizado de futuros, denominado ‘cho-ai-mai’ (mercado de arroz a plazo), mediante el cual los agricultores de arroz lograban protegerse de las fluctuaciones del precio del producto agrícola¹².

En Estados Unidos dicho mercado surgió en el siglo XIX, con la creación de mercados regulados de futuros, impulsada por la negociación de productos agrícolas como el maíz, el trigo y la soya, cuyos precios no eran estables pues oscilaban según el incremento de la oferta en el momento de la recolección de la cosecha y su descenso en el resto del período. En 1848 se creó en Estados Unidos el Chicago Board of Trade (CBOT), inicialmente como asociación privada de comerciantes, hasta 1859, previo reconocimiento legal, como mercado de productos agropecuarios, y en 1865 inicia con la negociación de los contratos de futuros¹³.

¹¹ The Clearing Corporation (Chicago Board of Trade), *A History: Trusting, Growing; Leading, Clearing* [en línea]. Disponible en www.clearingcorp.com/about/our-history.html [consulta: 26 de diciembre de 2013].

¹² Ángel Vilariño Sanz, Jorge Pérez Ramírez y Fernando García Martínez. *Derivados. Valor razonable y contabilidad. Teoría y casos prácticos*. Madrid, Pearson Educación, 2008, pp. 3 y 4.

¹³ Vilariño. Ídem. Véase también: CME antes CBOT, *Centro para visitantes* [en línea]. Disponible en <http://www.cmegroup.com/company/visit/files/visitor-center-brochure-spanish.pdf> [consulta: 26 de diciembre de 2013] y CME Group, *Time line of CME achievements* [en línea]. Disponible en <http://www.cmegroup.com/company/history/timeline-of-achievements.html> [consulta: 26 de diciembre de 2013].

En sus inicios, la membresía a una bolsa era altamente valorada, de tal forma que el incumplimiento de las obligaciones contraídas en las operaciones celebradas en dicho foro de negociación no era contemplado como una posibilidad por los operadores. Sin embargo, se consideró necesario desarrollar una estructura adecuada para mitigar el riesgo de incumplimiento con base en la exigencia de requisitos para la obtención de la membresía y el cálculo de márgenes adecuados¹⁴.

En este sentido, en el año 1873, el CBOT consideró importante evaluar la solvencia de los miembros y estableció requerimientos para la constitución de márgenes iniciales y de variación calculados con base en liquidaciones diarias a precios de mercado de las operaciones aceptadas, los cuales debían ser constituidos en plazos determinados, de tal forma que su falta de constitución en las condiciones establecidas era por sí sola causal de incumplimiento. En el año de 1883, el CBOT creó una cámara de compensación que no implicaba la interposición en la operación sino la cobertura hasta el importe del margen o garantía constituida. En ese momento el objeto principal de las cámaras de compensación era reducir los costos de las transacciones para los participantes por el neteo de las obligaciones derivadas de las operaciones compensadas y liquidadas¹⁵.

Solamente con la creación en 1925¹⁶ de la Board of Trade Clearing Corporation, por parte de los miembros del CBOT, hoy denominada The Clearing Corporation, se estableció en Estados Unidos una verdadera entidad de contrapartida central, encargada de actuar como contraparte de todas las operaciones negociadas en una bolsa. En efecto, en caso de presentarse un incumplimiento, la entidad de contrapartida central respondía inicialmente con el valor de los márgenes depositados; sin

¹⁴ Robert Bliss y Chyssa Papathanassiou. *Derivatives clearing, central counterparties and novation: The economic implications* [en línea]. Disponible en <https://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/ccp/BlissPapathanassiou2.pdf> [consulta: 8 de marzo de 2006], p. 11.

¹⁵ Véase el discurso de Randall S. Kroszner, Gobernador de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal en abril 3 de 2006 en la conferencia del Banco Central Europeo y del Banco de la Reserva Federal de Chicago en Frankfurt, Alemania sobre “Issues Related to Central Counterparty Clearing”, abril 3-4, 2006, denominado “Central counterparty clearing: History, innovation, and regulation”. Randall S. Kroszner, *Central Counterparty Clearing: History, Innovation, and Regulation* [en línea]. Disponible en <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kroszner20060403a.htm> [consulta: 25 de mayo de 2016].

¹⁶ En 1892 New York Stock Exchange creó una cámara de compensación que se convirtió en una verdadera ECC en 1920.

embargo, si el monto de tales márgenes no era suficiente para cubrir las pérdidas, la entidad debía responder incluso con su propio capital. Los miembros de la bolsa debían obligatoriamente adquirir acciones de la entidad de contrapartida central, de tal forma que en los eventos en que esta debía cubrir operaciones con su propio capital, lo hacía incluso con cargo al aportado por los miembros cumplidos y tenía la potestad de requerir a los miembros para que adquirieran acciones adicionales. Este mecanismo de mutualización de pérdidas generó que los miembros se interesaran por que las cámaras de riesgo central de contraparte contaran con altos estándares en la administración de los riesgos asumidos¹⁷.

Es en este periodo cuando aparece la novación como mecanismo de sustitución de las partes primigenias de la operación, se mantienen la exigencia de márgenes, la liquidación diaria de pérdidas y ganancias y la mutualización de pérdidas¹⁸.

Por otra parte, en Europa el desarrollo de las cámaras de riesgo central de contraparte se dio con el establecimiento en 1888 en el Reino Unido de la London Produce Clearing House (hoy, LCH.Clearnet Ltd.), diseñada para prestar sus servicios de compensación con contrapartida central a los mercados de *commodities*, y que se amplió posteriormente a mercados distintos, como los de derivados estandarizados y OTC, de energía y de acciones¹⁹.

En Latinoamérica se destacan principalmente las entidades de contrapartida central Asigna, perteneciente a la bolsa de futuros de México (MexDer), BM&FBovespa, del mercado de Brasil, y la entidad para el mercado de contado de acciones establecida en Chile.

Según Randall S. Kroszner, a finales de los años noventa, la mayoría de las bolsas de derivados contaba con acuerdos de compensación con contrapartida central²⁰.

¹⁷ Randall S. Kroszner, *Central Counterparty Clearing: History, Innovation, and Regulation*.

¹⁸ Robert Bliss y Chyssa Papathanassiou, *Derivatives clearing, central counterparties and novation: The economic implications*, p. 11.

¹⁹ La evolución de la entidad de contrapartida central demuestra la capacidad que tienen tales entidades para actuar en múltiples mercados. Jiabin Huang, *The Law and Regulation of Central Counterparties*, Oxford and Portland, Oregon, Hart Publishing, 2010, p. 50.

²⁰ Citado por Robert Bliss y Chyssa Papathanassiou, *Derivatives Clearing, Central Counterparties and Novation: The Economic Implications*, p. 12.

En los comienzos del siglo XXI se cambió la concepción de las cámaras de riesgo central de contraparte integradas a las bolsas, para permitir que aquellos participantes del mercado que no estuvieran interesados en ser admitidos como miembros de la entidad de contrapartida central pudieran compensar sus operaciones mediante otros miembros, llamados ‘miembros liquidadores’ (‘clearing members’, por su denominación en inglés), que eran los responsables ante la entidad de contrapartida central por el cumplimiento de las operaciones del no miembro²¹.

En la historia reciente de las cámaras de riesgo central de contraparte, después de la crisis financiera internacional del año 2008, se empezó a discutir en el campo internacional sobre la obligatoriedad de remitir a una entidad de contrapartida central los derivados no estandarizados celebrados fuera de mercados organizados u ‘over the counter’ (OTC). Para ello, dichos derivados deberán contar con cierto grado de estandarización o de normalización que le permita a una entidad de contrapartida central valorar los riesgos asociados al cumplimiento de dichas obligaciones y determinar los parámetros de riesgo que se deben incorporar a sus modelos. También deben evaluar los ajustes requeridos por el modelo operativo y el sistema empleado para asumir su rol de contraparte²². Otro aspecto analizado tras dicha crisis financiera es la estructura de cuentas y la responsabilidad tanto de la entidad de contrapartida central como del miembro liquidador en la administración de cuentas globales o cuentas ómnibus.

2. DEFINICIÓN Y ELEMENTOS

A) Definición

De conformidad con las recomendaciones para las entidades de contrapartida central del Comité de Sistemas de Pago y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales (CPSS BIS, por sus siglas en inglés) y

²¹ Randall S. Kroszner, *Central Counterparty Clearing: History, Innovation, and Regulation*.

²² Las entidades de contrapartida central que han definido prestar sus servicios al mercado OTC han optado por uno de dos esquemas. El primero de ellos consiste en enlistar en las plataformas de negociación con las cuales se encuentran integradas o han celebrado convenios, instrumentos financieros derivados estandarizados con características similares a los negociados en el mercado OTC. El segundo caso, flexibilizando sus sistemas para poder recibir ágilmente los instrumentos hechos a la medida que el mercado le solicite aceptar para su compensación y liquidación.

del Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV-IOSCO, por sus siglas en inglés), del año 2004, “Una entidad de contrapartida central (ECC) es aquella que se interpone entre las partes de un contrato financiero negociado en uno o más mercados, convirtiéndose en el comprador de todo vendedor y en el vendedor de todo comprador”²³.

Como ya se ha mencionado en otros apartes del presente tomo, el BIS y la OICV-IOSCO acometieron la revisión de las recomendaciones para cámaras de riesgo central de contraparte de 2004 con ocasión de la iniciativa del Consejo de Estabilidad Financiera de fortalecer las infraestructuras y los mercados financieros. Como resultado de dicha revisión, en marzo de 2011 se publicó, con fines de consulta pública, el informe denominado “Principios para las infraestructuras del mercado financiero”, consulta que estuvo abierta hasta el 29 de julio del mismo año. En abril de 2012 el BIS y la OICV expidieron el documento definitivo²⁴, el cual incorpora los principios y las recomendaciones anteriores, la experiencia obtenida en la aplicación de normas internacionales y las lecciones dejadas por la crisis financiera internacional de 2008.

En los principios de 2012 se reitera la noción de *entidades de contrapartida central* en los siguientes términos: “Una entidad de contrapartida central (CCP) se interpone entre las contrapartes de los contratos negociados en uno o más mercados financieros y se convierte en comprador para cada vendedor y en vendedor para cada comprador y, por consiguiente, asegura que se cumplan los contratos abiertos. Una CCP se convierte en la contraparte de las operaciones con los participantes del mercado por medio de la novación, de un sistema de oferta abierta, o mediante un mecanismo jurídicamente vinculante análogo”²⁵.

Las cámaras de riesgo central de contraparte, como ya se señaló, son una especie de las entidades de infraestructura del mercado financiero, cuya definición, según dichos principios, es un “Sistema multilateral

²³ Banco de Pagos Internacionales y Organización Internacional de Comisiones de Valores, *Recomendaciones para entidades de contrapartida central* [en línea]. Disponible en <http://www.bis.org/cpmi/publ/d64es.pdf> [consulta: 3 de mayo de 2016].

²⁴ Comité de Sistemas de Pago y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales (CPSS) y Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), *Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero*, abril de 2012 [en línea]. Disponible en http://www.bis.org/publ/cpss101_es.pdf [consulta: 19 de diciembre de 2013].

²⁵ *Ibidem*, pp. 9 y 10.

entre entidades financieras participantes, incluido el operador del sistema, que se utiliza a efectos de compensar, liquidar o registrar pagos, valores, derivados u otras operaciones financieras”²⁶.

B) *Elementos*

De la definición de las cámaras de riesgo central de contraparte podemos destacar los siguientes elementos:

a) *Constituirse en contraparte de la operación*. La imperiosa interposición en la operación implica el reemplazo del comprador y del vendedor, de modo que una misma entidad asume el cumplimiento de las obligaciones de las partes de la operación, y se mitiga sustancialmente el riesgo de incumplimiento.

Dicha interposición debe efectuarse mediante una figura jurídica que cuente con reconocimiento en el ordenamiento jurídico aplicable a la cámara, debido a que a partir de dicho reconocimiento puede asegurarse el cumplimiento de la operación. Las recomendaciones para entidades de contrapartida central hacen énfasis en este aspecto, dado que la existencia de vacíos jurídicos o la falta de reconocimiento legal de la figura pueden ocasionar el incumplimiento de la operación o su no celebración, puesto que la promesa de cumplimiento que hace la cámara no es percibida como vinculante por los interesados.

Por lo tanto, en la escogencia de la figura jurídica o mecanismo empleado para la interposición debe primar la seguridad jurídica según el marco legal existente en la jurisdicción donde pretenda establecerse la cámara. En caso de no existir un marco legal claro, completo y exigible previo al establecimiento de la entidad de contrapartida central, es menester trabajar con los entes reguladores para su establecimiento.

Los mecanismos de interposición con mayor reconocimiento son la novación y la oferta abierta, siendo el primero de ellos el más utilizado.

A diferencia de los sistemas de compensación y liquidación de valores o sistemas de pagos, las cámaras de riesgo central de contraparte aseguran el cumplimiento de las obligaciones derivadas de la operación aceptada con ocasión de su interposición como contraparte, y no es posible excusarse de él, ya que, como quedó visto, se vincula contractualmente con los participantes.

²⁶ *Ibidem*, p. 205.

Por último, es pertinente anotar que la interposición de las cámaras de riesgo central de contraparte como contraparte en las operaciones que aceptan para su compensación y liquidación permite la negociación ciega o anónima en aquellos mercados donde se establece como obligatoria la remisión de sus operaciones a la entidad de contrapartida central.

b) *Asegurar el cumplimiento de la operación*. La figura jurídica mediante la cual opera la interposición de la cámara en la operación implica que la cámara sea la contraparte de todo vendedor y de todo comprador, por tanto, debe dar siempre cumplimiento adecuado a las obligaciones contraídas sin poder excusarse o considerarse un obligado subsidiario o contingente.

Al asegurar el cumplimiento de la operación, la interposición de la cámara elimina el riesgo de crédito de contraparte, el cual consiste en “la probabilidad de que una de las partes de una operación no cumpla con sus obligaciones en la fecha en que debía hacerlo”²⁷.

Es importante destacar que las cámaras, al eliminar el riesgo de crédito de contraparte mediante su interposición en la operación, permiten homogeneizar a las contrapartes desde la óptica de riesgo de crédito, permitiendo su participación en igualdad de condiciones en los mercados en los que operan.

Para que las cámaras puedan comprometerse con el cumplimiento cierto de las operaciones en las que se interponen, se requiere de la existencia de un marco normativo, un modelo de riesgos y un modelo operativo, sólidos y seguros.

3. PRINCIPIOS

A) *Principio de finalidad*

Entendido como principio de firmeza de la operación aceptada, de tal manera que una vez que se verifican los controles previstos en la normativa interna del sistema de compensación y liquidación o aquellos establecidos en las reglas propias de la entidad de contrapartida central para la aceptación de la orden de transferencia o de la operación remitida, la operación adquiere vocación de cumplimiento, en la medida en que no es admisible que sea revocada por causal alguna.

²⁷ Mónica Núñez, *La desmaterialización y su impacto en la gestión de riesgos en el mercado público de valores*, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2004.

En tal sentido, la finalidad otorga certeza a la compensación y liquidación de las operaciones adelantada por la entidad de contrapartida central.

La compensación es entendida como el proceso a través del cual se establecen las obligaciones de entrega de valores y de pago de dinero efectivo que se derivan de una operación, y la liquidación se entiende como el cumplimiento efectivo de las obligaciones determinadas a través de la compensación²⁸.

La compensación y liquidación de las operaciones celebradas o registradas en un mercado mediante una entidad de contrapartida central genera eficiencias en el proceso de cumplimiento de las operaciones, debido a que al convertirse en la contraparte central de todas ellas, procede la extinción de las obligaciones derivadas mediante el neteo o compensación como forma de extinguir las obligaciones, prevista en los distintos ordenamientos jurídicos, al converger en una misma entidad las calidades de deudor y acreedor.

Las recomendaciones para entidades de contrapartida central del año 2004 hacían mención del principio de firmeza dentro de la primera recomendación, referente a la gestión del riesgo legal, indicando que el ordenamiento jurídico debe indicar con claridad el momento a partir del cual las transferencias de fondos y de instrumentos financieros entre la entidad de contrapartida central y sus participantes o contrapartes miembros se consideran firmes e irrevocables, señalando que dicho momento para la transferencia de fondos debe verificarse al hacer el abono correspondiente en las cuentas bancarias usadas para el efecto.

Por su parte, las recomendaciones para las infraestructuras del mercado financiero expedidas en el año 2012 establecen como principio la firmeza en la liquidación. En tal sentido, el principio 8 indica que las infraestructuras del mercado financiero deberán proporcionar servicios de liquidación definitivos con claridad y certeza. Igualmente, se refiere a la finalidad en el principio 1 recomendando que la base jurídica establezca el momento a partir del cual los riesgos de la operación se transfieren al sistema y la operación es considerada irrevocable. Al respecto, estima necesario que dicho principio sea consagrado también por las normas que rigen los procedimientos concursales, de tal manera que al declararse la insolvencia de un participante los pagos que se

²⁸ Ley 964 de 2005, Ley de Valores, artículo 9, parágrafo. Se hace mención a normas colombianas como referente, ya que el alcance del presente libro no se circunscribe a este marco jurídico.

efectúen al sistema o a la entidad de contrapartida central no deben ser devueltos y puestos a disposición del juez del concurso²⁹.

Luego es relevante que exista el principio de finalidad en el ordenamiento jurídico, así como que se precise el momento a partir del cual se aplica, de tal manera que las operaciones aceptadas por una entidad de contrapartida central no sean revocables.

B) Principio de protección de las garantías

Es la defensa y protección de las garantías que se entregan a un sistema de compensación y liquidación para asegurar el cumplimiento de las obligaciones adquiridas. En tal sentido, es necesario que el ordenamiento jurídico aísle el activo objeto de la garantía mientras la obligación se cumple enteramente; es decir, mientras se encuentre afecta a su realización. En efecto, el aislamiento al que se hace referencia implica que el acto jurídico de constitución de la garantía no podrá ser revocado, que el activo dado en garantía no podrá ser objeto de medidas cautelares y que aún en caso de un proceso concursal del constituyente de la garantía, esta no será puesta a disposición del juez del concurso hasta tanto se acredite la liquidación exitosa de las operaciones en el sistema de compensación y liquidación o en la entidad de contrapartida central.

Por lo tanto, en caso de ser necesario ejecutar la garantía para dar cumplimiento a la operación, el administrador del sistema logrará hacerlo e igualmente podrá aplicar el producto de ella al cumplimiento de las obligaciones y entregar el saldo remanente al juez del concurso, según sea procedente.

Igualmente, se debe contar con un procedimiento ágil de ejecución de las garantías con el aval del ordenamiento jurídico, en consonancia con la operativa del mercado de valores, por tanto, las normas legales deben permitir para estos efectos que se sigan las reglas de ejecución propias de las cámaras de riesgo central de contraparte, eximiéndolas de la obligación de hacerlo por vía judicial. En jurisdicciones donde

²⁹ Comité de Sistemas de Pago y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales (CPSS) y Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO). *Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero*, abril de 2012, pp. 2, 26 y 27. El Régimen de Insolvencia Empresarial contenido en la Ley 1116 de 2006 consagra la remisión al principio de finalidad en el mercado de valores. Se hace mención a normas colombianas como referente, ya que el alcance del presente libro no se circunscribe a este marco jurídico.

existe la prohibición del pacto comisorio³⁰, los activos que aseguran el cumplimiento de las obligaciones adquiridas se entregan a las cámaras de riesgo central de contraparte como fuente de pago y no como garantía.

En tal sentido se pronuncian las recomendaciones del BIS y la OICV-IOSCO, para las infraestructuras del mercado financiero, expedidas en el año 2012. En el principio 1, relativo a la base jurídica, se indica que en el ordenamiento jurídico se deben establecer claramente los derechos de las cámaras de riesgo central de contraparte y la posibilidad de hacer uso de las garantías que han constituido sus participantes. Así mismo, señala la importancia de contar con certeza jurídica en relación con el acto de constitución de la garantía, bien sea mediante la pignoración de los activos mediante contrato de prenda o por la transferencia de su titularidad a favor de la entidad de contrapartida central. Lo relevante en cualquiera de los mecanismos empleados para el otorgamiento de las garantías es la acreditación de todos los requisitos legales exigidos en la jurisdicción respectiva para que el acto de constitución de la garantía exista y sea válido.

Además de la recomendación de aislar los activos entregados en garantía, los principios internacionales consideran igualmente de la mayor importancia que las cámaras de riesgo central de contraparte mantengan separados dichos activos de los propios de la entidad, aspecto que se recoge en el principio 14 sobre segregación y movilidad. Las recomendaciones establecen que las cámaras de riesgo central de contraparte deben tener reglas y procedimientos referentes a la segregación de las posiciones de los participantes y de los clientes de estos para su adecuada movilidad, especialmente en eventos de incumplimiento o insolvencia del participante.

Para el efecto, se recomienda que las cámaras de riesgo central de contraparte elijan una estructura de cuentas que garanticen adecuadamente el principio de segregación y movilidad, bien sea mediante una estructura de cuentas individuales o de cuentas ómnibus, a la cual nos referimos con mayor detalle en el punto correspondiente a la estructura de cuentas.

Por lo tanto, el marco jurídico de la entidad de contrapartida central deberá incorporar reglas y procedimientos de tal forma que las

³⁰ La prohibición de pacto comisorio hace referencia a la prohibición de pactar a favor del acreedor la facultad de disponer de los bienes entregados en prenda o apropiárselos por medios distintos a la vía judicial.

posiciones y garantías de los clientes de los participantes (contrapartes miembros) se encuentren protegidas; que los mecanismos de constitución, bien sea mediante su pignoración o transferencia de la titularidad, permitan legalmente el traspaso de sus posiciones junto con la garantía que ampara su cumplimiento, para que ellas sean desplazadas oportunamente a otro participante, en caso de que el primero, mediante el cual se haya accedido a la compensación central ofrecida por la entidad de contrapartida central, incurra en incumplimiento o sea declarado en insolvencia.

La elección del acto de constitución de las garantías dependerá también de la clase de activo. Así mismo, la legislación deberá respaldar el acto jurídico que se emplee para el traspaso de las posiciones junto con la garantía constituida, de un participante a otro.

4. UBICACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES

Las cámaras de riesgo central de contraparte complementan la infraestructura del mercado de valores, por tanto, su naturaleza jurídica corresponde a la de un proveedor de infraestructura. Como proveedor de infraestructura del mercado, las cámaras administran un sistema de compensación y liquidación de operaciones, actuando como contraparte, de la forma en que se anotó.

Para la constitución y el funcionamiento de las cámaras de riesgo central de contraparte se deberá cumplir con los requisitos que para el efecto establezca la legislación aplicable de la respectiva jurisdicción.

Es posible que algunas legislaciones otorguen a las cámaras licencia de institución financiera, condición que les permite acceder a las líneas de liquidez del banco central.

5. ENTIDADES DE CONTRAPARTIDA CENTRAL

A) *Constitución y estructura*

Las cámaras de riesgo central de contraparte complementan la cadena de valor del mercado, al asegurar el cumplimiento de las operaciones en las que se interponen, pero al mitigar el riesgo de contraparte del mercado en el que participan, también concentran el riesgo de dicho mercado, de tal forma que para el adecuado funcionamiento de las cámaras, estas deben estar sujetas a normas de regulación prudencial.

Por tal razón, se observan en las distintas legislaciones normas que regulan aspectos tales como el capital mínimo requerido para la constitución de una cámara, reglas sobre límites a la participación accionaria, calidad de los socios y parámetros mínimos que es preciso adoptar en cuanto a la estructura de gobierno de la entidad.

B) *Socios*

Dado que las cámaras prestan sus servicios en beneficio de los mercados en los que participan, es recomendable que la legislación aplicable establezca normas relativas, bien sea a la calidad de los socios y a la máxima participación accionaria que pueden tener en el capital de la cámara, o en su lugar imponga reglas mínimas de gobierno corporativo. En tal sentido, es viable que se establezcan condiciones para ser socio de una cámara, limitando su participación a cierta clase de personas o entidades que aseguren la solidez y solvencia de la cámara. De esta forma, la verificación del cumplimiento de los requerimientos mínimos exigidos para la constitución y el posterior funcionamiento de las cámaras debe estar a cargo del organismo de supervisión que opera en la jurisdicción respectiva.

6. MIEMBROS

A) *Miembro liquidador*

Los miembros o contrapartes de las cámaras de riesgo central de contraparte son los participantes con acceso directo a la cámara para compensar y liquidar sus posiciones abiertas; normalmente, a esta categoría se le conoce como ‘miembro liquidador’. Comúnmente, el miembro liquidador puede participar ante la cámara en la compensación y liquidación tanto de sus propias operaciones como de las de sus clientes.

Incluso dentro de los miembros liquidadores, se pueden hacer clasificaciones, diferenciándolos con base en el otorgamiento de facultades para participar en la compensación y liquidación por cuenta de sus clientes y de otros miembros denominados miembros ‘negociadores’ o ‘no liquidadores’.

Además, en consideración a la categoría de miembro, liquidador o no, se establece la responsabilidad ante la cámara. Los miembros liquidadores responden ante la cámara por el cumplimiento de las obligaciones derivadas de sus operaciones y solidariamente por el cumplimiento

de las obligaciones de sus clientes y, en caso de ser procedente, de las obligaciones de los miembros por cuenta de los cuales participan y de los clientes de éstos³¹.

Es así como en la legislación pertinente se establecen las categorías de miembros admisibles en una cámara y los principios que deben observarse por parte de la cámara para su admisión. A su turno, las cámaras, mediante sus propias normas, fijan los requisitos particulares para la admisión de las entidades aspirantes a ser miembros, exigencias que deberán observar los principios establecidos en las leyes de la jurisdicción pertinente.

Conforme a las recomendaciones internacionales, los requisitos de admisión deben obedecer a criterios objetivos de participación y deben ser públicos de tal manera que conduzcan a una participación abierta y justa. Al respecto, recomiendan que los requisitos obedezcan a criterios de riesgo para que no sean discriminatorios y por tanto no alteren la sana competencia³².

Las recomendaciones para entidades de contrapartida central de 2004 definían al miembro liquidador en los siguientes términos: “miembro liquidador o agente de compensación (‘clearing participant’): usuario de una ECC que trabaja como intermediario, a través del cual los operadores del mercado acceden a los servicios de una ECC”³³.

En este orden de ideas, las entidades aspirantes a ser miembros de una ECC en alguna de sus modalidades deben surtir el trámite de admisión que es diseñado por la respectiva ECC. Dado que dentro de la estructura de participantes los miembros liquidadores son los llamados

³¹ Como ejemplo de la estructura y responsabilidad de los miembros de una ECC puede verse lo establecido sobre el particular en el *Reglamento de Funcionamiento de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia S. A.* [en línea]. Disponible en <http://www.camaraderiesgo.com/sites/default/files/Reglamento%20de%20Funcionamiento%20CRCC%20S.A.%20-%20VERSI%C3%93N%20ACTUALIZADA%20A%20JULIO%20DE%202013XX.pdf> [consulta: 22 de enero de 2014], pp. 25 y ss.

³² Banco de Pagos Internacionales y Organización Internacional de Comisiones de Valores, *Recomendaciones para entidades de contrapartida central* [en línea]. Disponible en <http://www.bis.org/cpmi/publ/d64es.pdf> [consulta: 3 de mayo de 2016].

Recomendación 2: Comité de Sistemas de Pago y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales (CPSS) y Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO). *Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero*, abril de 2012, p. 119. Recomendación 18: Requisitos de acceso y participación.

³³ Banco de Pagos Internacionales y Organización Internacional de Comisiones de Valores, *Recomendaciones para entidades de contrapartida central*, p. 70.

a responder frente a la entidad de contrapartida central por sus propias operaciones y solidariamente por todas las obligaciones derivadas de la posición abierta de sus clientes, de la de sus miembros negociadores y de las de los clientes de éstos, es de suma relevancia que los miembros liquidadores sean entidades sólidas financiera y operativamente, contando con las capacidades necesarias para gestionar las posiciones de todos los titulares de cuentas bajo su resorte. Bajo esta premisa, los requisitos de acceso y permanencia de los miembros en general y de los miembros liquidadores en particular deben ser públicos y objetivos y obedecer a criterios de riesgo.

B) Miembros no liquidadores o negociadores

Dentro de la estructura de miembros implementada por una cámara se pueden establecer otras categorías de miembros, como son los miembros negociadores, que son aquellos que tienen acceso directo al mercado y participan en la compensación y liquidación de la entidad de contrapartida central mediante un miembro liquidador. Los miembros negociadores generalmente pueden participar tanto por cuenta propia, es decir por sus propias operaciones, como por cuenta de sus clientes.

Estos participantes que no realizan por sí mismos la compensación suelen estar expuestos al riesgo de contraparte procedente de su miembro liquidador, y viceversa. Además, cuando varios participantes utilizan el mismo miembro liquidador, el riesgo de contraparte y la responsabilidad de la gestión de riesgos pueden quedar concentrados en gran medida en dicho miembro, por lo que un fallo en la gestión de sus riesgos podría producir el mismo efecto que si el fallo se hubiera producido en una entidad de contrapartida central³⁴.

7. ACTIVOS SUSCEPTIBLES DE SER COMPENSADOS Y LIQUIDADOS EN UNA ENTIDAD DE CONTRAPARTIDA CENTRAL

Como vimos en los antecedentes, los activos que inicialmente se consideraron susceptibles de compensación y liquidación con la entidad de contrapartida central en calidad de contraparte fueron los derivados

³⁴ Comité de Sistemas de Pago y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales (CPSS) y Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO). *Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero*, abril de 2012, p. 17, mecanismos de participación con varios niveles.

sobre *commodities*, posteriormente, se extendieron a los valores y sus derivados, y actualmente las entidades de contrapartida central participan también en el mercado de divisas, por tanto, los activos admisibles sobre los cuales pueden versar las operaciones aceptadas por una entidad de contrapartida central comprenden los instrumentos financieros derivados sobre *commodities*, los valores y sus derivados, y las divisas y sus derivados. Así mismo, la entidad de contrapartida central también se interpone en las operaciones de cumplimiento de contado sobre los activos antes mencionados.

Como consecuencia de la crisis financiera de 2008, en el seno del Parlamento Europeo³⁵ se planteó que además de los contratos de derivados estandarizados que ya se compensaban en la entidad de contrapartida central, los contratos de derivados OTC normalizados (es decir que aun cuando sean contratos hechos a la medida sus condiciones sean lo más estandarizadas posible) debían “[...] negociarse en bolsa o, en su caso, en plataformas de contratación electrónica, y compensarse a través de contrapartes centrales a finales de 2012, a más tardar. Los contratos de derivados OTC deberían notificarse a los registros de operaciones. Los contratos que se compensen de forma no centralizada deberían estar sujetos a mayores requisitos de capital”.

En la cumbre de Pittsburgh, celebrada el 26 de septiembre de 2009, los dirigentes del G-20 convinieron que a finales de 2012 a más tardar todos los contratos de derivados OTC normalizados deberían compensarse mediante contrapartes centrales, y que los contratos de derivados OTC deberían notificarse a registros de operaciones. En junio de 2010, los dirigentes del G-20, reunidos en Toronto, reiteraron su propósito y se comprometieron asimismo a acelerar la implementación de medidas firmes con vistas a mejorar la transparencia y la supervisión reglamentaria de los derivados OTC de manera coherente y no discriminatoria a escala internacional.

En tal medida, los activos susceptibles de ser compensados y liquidados en una ECC comprenden en sentido amplio los instrumentos financieros derivados, sean estandarizados o no. En relación con los derivados OTC, incluso algunas legislaciones han establecido la obligatoriedad de ser remitidos a una ECC para su compensación y

³⁵ Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los derivados OTC, las contrapartes centrales y los registros de operaciones, Bruselas, sep. 15/2010.

liquidación por la efectividad demostrada por dichas entidades para gestionar el riesgo asociado a las operaciones que aceptan³⁶.

8. MODELO DE RIESGO

En desarrollo de su objeto social principal, las cámaras de riesgo central de contraparte se enfrentan a distintos riesgos, en relación con los cuales se han efectuado recomendaciones por parte del BIS y de OICV-IOSCO, inicialmente en el documento de recomendaciones para entidades de contrapartida central del año 2004 y luego en el documento de recomendaciones para las infraestructuras del mercado financiero (IMF) del año 2012. En la adopción del modelo de riesgo, las entidades de contrapartida central deben tener en consideración las operaciones que aceptan para su compensación y liquidación actuando como contraparte y los demás riesgos generales asociados a la administración del sistema de compensación y liquidación.

Según dichos documentos, los riesgos que debe gestionar una entidad de contrapartida central son riesgo legal, riesgo de crédito, riesgo de liquidez, riesgo de custodia e inversión, riesgo operativo y el riesgo general de los negocios, este último contenido únicamente en las recomendaciones de 2012. La definición y el alcance de dichos riesgos son los siguientes:

A) *Riesgo legal*

Es aquel que se origina por debilidades o vacíos en el marco legal vigente o por la aplicación intempestiva o inesperada de una norma que afecta la exigibilidad de las obligaciones contraídas por los participantes o porque un contrato no puede ser ejecutado³⁷. El riesgo legal se mitiga cumpliendo con las recomendaciones dadas en relación con dicho riesgo, Recomendación 1 del documento del año 2004 y Principio 1 del documento del año 2012 denominado base jurídica. En relación con este aspecto, lo fundamental es que el marco jurídico aplicable a la

³⁶ En Estados Unidos de América, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act del 21 de julio de 2010, y en Europa, Regulación de la Infraestructura de Mercado de Europa de 2012 (EMIR, por su sigla en inglés).

³⁷ Nicolás Sabogal, “Las cámaras de riesgo central de contraparte”, en *Revista Odeón* n.º 4, Universidad Externado de Colombia, 2004.

entidad de contrapartida central sea transparente, exigible y completo frente a cada una de las actividades que desarrolla.

Por lo tanto, en la jurisdicción donde se establezca la entidad de contrapartida central debe existir un sustento jurídico sólido que permita hacer exigibles los derechos y las obligaciones del proveedor de infraestructura, de sus participantes y de sus clientes. El marco jurídico debe cobijar asimismo el mecanismo de interposición elegido, el principio de finalidad y de protección de las garantías y las normas establecidas por la entidad de contrapartida central para gestión del incumplimiento de un participante, incluso en eventos de insolvencia.

B) *Riesgo de crédito*

Si bien ya nos referimos a la definición básica del riesgo de crédito, este consiste en que una contraparte no liquide el total del valor de su obligación, bien al momento del vencimiento de esta, o en cualquier momento posterior. El riesgo de contraparte incluye el riesgo del costo incluido en el reemplazo del contrato (al reemplazar la transacción a los costos del mercado al momento del siniestro) y el riesgo de principal cuando el vendedor de un activo lo entrega pero no recibe el pago correspondiente, o que el comprador de un activo realiza el pago pero no recibe la entrega³⁸.

Al ser la función principal de una ECC la eliminación del riesgo de crédito de contraparte en las operaciones que acepta para su compensación y liquidación, la entidad de contrapartida central debe ser un riguroso administrador de riesgos. Para ello, las recomendaciones indican que la entidad debe identificar las fuentes de riesgo, medirlas y gestionarlas. Mediante su modelo de riesgo la entidad de contrapartida central debe cubrir su exposición actual y su exposición potencial futura con garantías y contar con recursos suficientes para afrontar un eventual riesgo residual, es decir, después de haber empleado todas las líneas de defensa establecidas en el modelo de riesgo adoptado por la entidad de contrapartida central.

En relación con los recursos financieros disponibles, la entidad de contrapartida central debe también realizar pruebas que acrediten su suficiencia en escenarios de estrés. Las cámaras de riesgo central de contraparte deben definir el nivel de riesgo que desean cubrir, de tal forma que los recursos de la entidad de contrapartida central soporten,

³⁸ Ídem.

bien sea el fallo del miembro con mayor exposición ante la entidad de contrapartida central o el fallo de los dos primeros miembros. No obstante la definición que adopte la entidad de contrapartida central, las pruebas de estrés que realice la entidad de contrapartida central frente a sus recursos financieros deben considerar distintos escenarios en circunstancias de mercado extremas pero plausibles³⁹.

Como elementos integrantes del modelo de riesgo mediante el cual se mitiga este riesgo, generalmente se incluyen los siguientes:

a) *Márgenes*. Las entidades de contrapartida central, con el propósito de cubrir su exposición al riesgo frente a los miembros, exigen la constitución de garantías, conocidas como ‘márgenes’. Para la determinación de los márgenes se hace necesario que la entidad de contrapartida central cuente con metodologías para su cálculo, basadas en escenarios que tengan en consideración las fluctuaciones de precios de los activos para determinar la máxima pérdida o ganancia derivada de una posición abierta en la entidad de contrapartida central.

En los precitados Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero del BIS y OCVS-IOSCO del año 2012, en el principio 6 referido a los márgenes se señala que “una CCP deberá cubrir sus exposiciones crediticias frente a sus participantes con respecto a todos los productos a través de un sistema de márgenes eficaz, que esté basado en el riesgo y que sea revisado con regularidad”⁴⁰.

Cada entidad de contrapartida central puede estructurar su propio sistema de márgenes, usualmente los sistemas de márgenes incluyen márgenes iniciales y márgenes de variación.

Conforme a los Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero, del año 2012, mediante la exigencia de los márgenes iniciales, las cámaras de riesgo central de contraparte cubren la exposición potencial futura de las posiciones abiertas ante la entidad de contrapartida central. Los márgenes iniciales contemplan el período de cierre de posiciones en caso de que se presente un incumplimiento de un miembro. Por su parte, los márgenes de variación cubren la exposición de riesgo actual amparando a la entidad de contrapartida central frente

³⁹ Comité de Sistemas de Pago y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales (CPSS) y Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO). *Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero*, abril de 2012, p. 1, principio 4: Riesgo de crédito.

⁴⁰ *Ibidem*, p. 1, principio 6: Márgenes.

a los movimientos diarios de los precios de mercado de los activos, es decir que reflejan las ganancias y pérdidas diarias de las posiciones abiertas de los participantes⁴¹.

Generalmente la entidad de contrapartida central exige el margen inicial⁴² al momento de aceptar la operación, mientras que el margen de variación se requerirá durante el día en función de los movimientos de precio. El margen inicial se establece para protegerse de cambios repentinos de precios o futuras fallas en el suministro del margen de variación diario⁴³. Este flujo de efectivo mitiga el riesgo de crédito de contraparte respecto de la entidad de contrapartida central, de tal forma que en ese escenario el riesgo en cabeza de los miembros liquidadores no implica una contingencia mayor⁴⁴.

Según el modelo de riesgo adoptado por la entidad de contrapartida central, al cierre de la sesión de operación diaria la entidad puede hacer efectivas las pérdidas y ganancias de los miembros, de tal manera que el miembro con posición perdedora entregue en dinero efectivo el valor respectivo y el miembro con posición ganadora reciba en dinero efectivo el valor correspondiente, es decir, un ajuste a precios de mercado por caja, o puede exigir que el ajuste se haga no por caja sino mediante la constitución o liberación de márgenes según sea la posición al cierre de la sesión de operación de la entidad de contrapartida central.

b) *Límites*. Representan la exposición máxima establecida por la entidad de contrapartida central en relación con el riesgo de las posiciones

⁴¹ Banco de Pagos Internacionales y Organización Internacional de Comisiones de Valores, *Recomendaciones para entidades de contrapartida central*. Recomendación 2: Criterios de participación. *Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero*, abril de 2012, principio 6: Márgenes, 3.6.1.

⁴² “[...] pagos de margen que se hacen al adquirir un contrato de derivados financieros. El margen inicial está comúnmente asociado a transacciones en los mercados organizados, ya que la cámara de compensación actúa como contraparte” – Simon Gray y Joanna Place, *Derivados financieros* [en línea]. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Ensayos. Disponible en <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Publicaciones-de-Otras-Instituciones/pub-en-69.pdf> [consulta: 3 de mayo de 2016].

⁴³ Ídem. “[...] margen que se paga durante la vigencia del contrato de derivados financieros y que resulta afectado por su precio, a medida que el precio del contrato del derivado financiero se mueve en contra de una contraparte, y su exposición en obligaciones se incrementa, el margen de variación es pagado por esa contraparte.”

⁴⁴ Ídem.

abiertas que un miembro pueda tomar o mantener; se establecen con base en los recursos propios o en el patrimonio de cada miembro⁴⁵.

c) *Fondo de salvaguarda*. Consiste en el fondo que se constituye con los aportes de los miembros de la entidad de contrapartida central, para que en caso de ser insuficientes los márgenes, los límites y las garantías, estos recursos operen en caso de cualquier incumplimiento⁴⁶.

Como mecanismo para mutualizar las pérdidas, surge el fondo de salvaguarda; como sostiene Randall S. Kroszner, mutualiza las pérdidas entre las entidades miembros generando incentivos para que ellas mismas exijan altos estándares en la administración de los riesgos asumidos por la entidad de contrapartida central⁴⁷.

Por su parte el Parlamento Europeo⁴⁸, al referirse al ejercicio de la actividad de contraparte central, considera que debe supeditarse a la obligación de disponer de un capital mínimo. Los fondos propios de una contraparte central constituyen la última línea de defensa en caso de incumplimiento de uno o varios de sus miembros una vez agotados los márgenes exigidos a los miembros que incumplan y no sean suficientes para cubrir el incumplimiento en cuestión. En el supuesto de que una contraparte central decida utilizar parte de su capital como recurso financiero suplementario al que pueda recurrirse con fines de gestión de riesgos, esa parte deberá ser adicional al capital del que debe disponer para prestar sus servicios o ejercer su actividad de manera continua. El reglamento impone a las contrapartes centrales la obligación de constituir un fondo común de garantía al que los miembros de dichas contrapartes habrán de aportar sus contribuciones. Un fondo de garantía permite la mutualización de pérdidas, por lo cual representa

⁴⁵ Banco de Pagos Internacionales y Organización Internacional de Comisiones de Valores, *Recomendaciones para entidades de contrapartida central*. Recomendación 2: Criterios de participación. *Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero*, abril de 2012, p. 121 y 122, principio 18: Requisitos de acceso y participación, numeral 3.18.7.

⁴⁶ Banco de Pagos Internacionales y Organización Internacional de Comisiones de Valores, *Recomendaciones para entidades de contrapartida central*. Recomendación 2: Criterios de participación. *Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero*, abril de 2012, p. 60, principio 6: Márgenes, numeral 3.6.2.

⁴⁷ Randall S. Kroszner, *Central Counterparty Clearing: History, Innovation, and Regulation*.

⁴⁸ Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los derivados OTC, las contrapartes centrales y los registros de operaciones, Bruselas, sep. 15/2010.

una reserva de la que la contraparte central puede servirse en caso de insolvencia de uno o varios de sus miembros.

d) *Garantías*. Para el cálculo de las garantías se debe contar con metodologías de estimación y una vez determinado el nivel de garantía que se va a exigir, la entidad de contrapartida central debe efectuar pruebas periódicas para verificar su suficiencia en caso de incumplimiento de las obligaciones de los miembros. La entidad de contrapartida central establecerá el catálogo de activos admisibles como garantía con base en criterios de bajo riesgo de crédito, de liquidez y de mercado. Así mismo, determinará la imposición de unos recortes o ‘haircuts’ adecuados sobre el precio de mercado de los activos admisibles. La entidad de contrapartida central debe valorar las garantías diariamente a precios de mercado remitidos por fuentes de precios fiables⁴⁹.

En cuanto a las garantías, aun cuando no se menciona en el principio de riesgo de crédito sino en el principio denominado en las recomendaciones del año 2012 como principio de segregación y movilidad, la entidad de contrapartida central debe proteger adecuadamente y de forma segregada los activos entregados en garantía por los miembros y los clientes finales, de tal manera que en caso de incumplimiento del miembro sea posible trasladar las posiciones de los clientes finales a otro miembro con las garantías correspondientes a su posición abierta.

A continuación se enuncian las principales consideraciones en materia de garantías, que han de tener en cuenta las infraestructuras del mercado financiero⁵⁰:

1. Por lo general, una FMI deberá limitar los activos que acepte como garantía (de manera rutinaria) a activos con reducido riesgo de crédito, de liquidez y de mercado.
2. Una FMI deberá establecer prácticas prudentes de valoración y desarrollar recortes que sean comprobados con regularidad y que tengan en cuenta el estrés de las condiciones de mercado existentes.
3. Para reducir la necesidad de ajustes procíclicos, una FMI deberá establecer recortes estables y conservadores que se calibren para

⁴⁹ Banco de Pagos Internacionales y Organización Internacional de Comisiones de Valores, *Recomendaciones para entidades de contrapartida central*, p. 59, principio 6: Márgenes.

⁵⁰ Banco de Pagos Internacionales y Organización Internacional de Comisiones de Valores, *Recomendaciones para entidades de contrapartida central*, p. 186, principio 5: Garantías.

incluir periodos de tensión en las condiciones del mercado, en la medida en que sea posible y prudente.

4. Una FMI deberá evitar la concentración de determinados activos cuando ello perjudique de manera significativa la capacidad para liquidar dichos activos con rapidez sin efectos negativos importantes en los precios.
5. Una FMI que acepte garantías transfronterizas deberá mitigar los riesgos asociados a su uso y garantizar que dichas garantías se puedan utilizar en el momento oportuno.
6. Una FMI deberá utilizar un sistema de gestión de garantías que esté bien diseñado y que sea operativamente flexible⁵¹.

C) *Riesgo de liquidez*

El riesgo de liquidez es el generado cuando una contraparte no liquida su obligación por el valor total en el momento del vencimiento sino en fecha posterior⁵².

Para la gestión adecuada del riesgo de liquidez, la entidad de contrapartida central debe contar con recursos líquidos suficientes que le permitan asumir las obligaciones de un miembro en caso de incumplimiento⁵³. Las recomendaciones indican que la entidad de contrapartida central debe mantener los recursos en dinero efectivo y en activos altamente líquidos, así como contar con líneas de crédito comprometidas extendidas por establecimientos de crédito, “pues el lapso de tiempo

⁵¹ Cuando se acepten garantías con un riesgo de crédito, de liquidez y de mercado superior a los niveles mínimos, la FMI tendrá que demostrar que es capaz de fijar y exigir límites de concentración y recortes debidamente conservadores. Una FMI deberá ajustar sus requisitos para las garantías aceptables en función de los cambios en los riesgos subyacentes. Al evaluar los tipos de garantías, una FMI deberá considerar la posibilidad de que se produzcan retrasos en el acceso a la garantía debido a los convenios de liquidación para las transferencias de activos. Asimismo, los participantes no podrán entregar como garantía sus propias acciones o sus propios títulos de deuda, ni acciones o títulos de deuda de otras empresas estrechamente vinculadas a ellos. De forma más general, una FMI deberá evitar el riesgo de correlación errónea y no aceptará una garantía que probablemente pierda valor en caso de incumplimiento por parte del participante que entrega la garantía.

⁵² Nicolás Sabogal, “Las cámaras de riesgo central de contraparte”.

⁵³ Banco de Pagos Internacionales y Organización Internacional de Comisiones de Valores, *Recomendaciones para entidades de contrapartida central*. Principio 7: Riesgo de Liquidez.

que tarde un activo en volverse líquido, puede exponer a una CCP, del mismo modo, al riesgo de liquidez”⁵⁴.

En las recomendaciones del año 2012 se sostiene que en caso de tener la entidad de contrapartida central acceso a la liquidez del banco central debe mantener en su portafolio activos que sean admitidos por el mismo banco como garantía para hacer uso de la liquidez en el momento en que lo requiera⁵⁵.

No obstante lo anterior, se ha discutido la conveniencia de darles acceso a las cámaras de riesgo central de contraparte a la liquidez del banco central. En algunos países estas entidades ya tienen dicho acceso dado que su naturaleza jurídica es la de un establecimiento de crédito; en otros casos se cuestiona su procedencia en la medida en que puede generar riesgo moral y relajamiento en la gestión de riesgos de la entidad de contrapartida central, pero lo cierto es que en consideración a los nuevos retos asumidos por las entidades de contrapartida central, especialmente en relación con la compensación con contrapartida de los instrumentos financieros derivados celebrados fuera de mercados organizados, se considera aconsejable que los bancos centrales otorguen acceso a dichas entidades a sus líneas de crédito y a la ventanilla de descuento en situaciones exigentes, tal como se faculta en la ley de reforma financiera (‘Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act’ del 21 de julio de 2010) de los Estados Unidos y se recomienda en Europa en la resolución del Parlamento Europeo del 15 de junio de 2010, “sobre los mercados de derivados: actuaciones futuras”.

D) *Riesgo de custodia e inversión*

En cuanto al riesgo de custodia, es el generado por la pérdida de la protección de títulos (u otras garantías) como consecuencia de la insolvencia del custodio, negligencia, mal uso de activos, fraude, pobre o errada administración de datos. A su vez, el riesgo de inversión es el causado por la pérdida a la que se ve enfrentada la entidad de contrapartida central al invertir sus recursos propios, garantías/márgenes o fondo de salvaguarda⁵⁶.

⁵⁴ Nicolás Sabogal, “Las cámaras de riesgo central de contraparte”, p. 92.

⁵⁵ *Ibidem*, p. 73.

⁵⁶ Nicolás Sabogal, “Las cámaras de riesgo central de contraparte”.

Para la gestión adecuada del riesgo de custodia e inversión y mitigarlo, las cámaras de riesgo central de contraparte deben mantener sus propios activos y los recibidos (garantías, márgenes, salvaguarda) en entidades supervisadas y reguladas.

E) *Riesgo operativo*

El riesgo operativo es aquel al que se enfrenta cualquier agente económico y operador financiero, como consecuencia de las “[...] deficiencias en los sistemas de información o controles internos, errores humanos, fallas administrativas o interrupciones causadas por factores externos, de las cuales resultan pérdidas inesperadas”⁵⁷.

Se resalta la importancia de contar con procesos y procedimientos debidamente documentados, políticas de seguridad de la información y un plan de contingencia en caso de que se presenten fallas, cuya efectividad se haya medido mediante pruebas controladas por la entidad de contrapartida central.

F) *Riesgo general de los negocios*

El riesgo general de los negocios exige a las cámaras de riesgo central de contraparte hacer una adecuada gestión administrativa y financiera de las cuentas de la sociedad, revisar la estrategia del negocio, su balance, sus flujos de caja y ejercer un adecuado control sobre los gastos. En las últimas recomendaciones, la mitigación adecuada de este riesgo debe implicar que las cámaras de riesgo central de contraparte mantengan activos líquidos netos financiados por el patrimonio neto para continuar operando y prestando servicios con requerimientos mínimos para seis meses de gastos operativos⁵⁸.

Los modelos de riesgo mayormente adoptados están basados (1) en el establecimiento de requisitos de admisión para las entidades aspirantes a ser miembros, (2) en el otorgamiento de límites y exigencias de márgenes, márgenes iniciales y márgenes de variación, y (3) en la reglamentación de un mecanismo de mutualización de pérdidas, como son los fondos de salvaguarda (‘default fund’, por su denominación en inglés).

⁵⁷ Nicolás Sabogal, “Las cámaras de riesgo central de contraparte”.

⁵⁸ Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS) y Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), *Principios para las infraestructuras del mercado financiero*, abril de 2012.

Los modelos de riesgo también incorporan la liquidación diaria a precios de mercado o ‘mark to market’ de las posiciones abiertas registradas en las cuentas de cada miembro y en las cuentas de sus clientes, aspecto de gestión de riesgos que limita la exposición de la entidad de contrapartida central a un horizonte de menos de dos días. Para el efecto, las cámaras de riesgo central de contraparte usualmente celebran acuerdos con proveedores de precios con el propósito de hacer una adecuada valoración de las posiciones abiertas.

Las posiciones abiertas de los participantes de una ECC representan el resultado neto de las obligaciones derivadas de las operaciones aceptadas para su compensación y liquidación, debido a que las obligaciones recíprocas existentes se extinguen por compensación. Dicha compensación, denominada ampliamente ‘neteo’, se refiere a la forma de extinguir las obligaciones y no a la noción de compensación referente a la determinación de las obligaciones de entrega de dinero y de valores en una operación.

Las posiciones abiertas son registradas en las cuentas abiertas en el sistema administrado por la entidad de contrapartida central, y es viable que esta entidad acoja un esquema de cuentas discriminadas por titular final o de cuentas ómnibus mediante las cuales se registran las operaciones de varios titulares finales no identificados ante la entidad de contrapartida central en una misma cuenta de la cual el miembro es titular⁵⁹. Según el esquema de cuentas elegido, las cámaras de riesgo central de contraparte se clasifican en entidades de registro único, es decir que tienen un sistema desagregado de cuentas 1 por cliente final, y entidades de segundo escalón basadas en esquemas de exigencia de margen de mantenimiento único por miembro liquidador, sin llevar el registro discriminado de las posiciones de los clientes finales, ya que esta función la desarrolla el miembro a través de una estructura de cuentas ómnibus. También existen cámaras de riesgo central de contraparte que permiten la creación de ambos tipos de cuentas en sus sistemas, aun cuando imponen requisitos distintos a los miembros para permitirles gestionar cuentas ómnibus o de clientes no identificados ante la entidad de contrapartida central.

El neteo de las posiciones abiertas permite que un participante que desee deshacerse de su posición simplemente vaya al respectivo

⁵⁹ Banco de Pagos Internacionales y Organización Internacional de Comisiones de Valores, *Recomendaciones para entidades de contrapartida central*. Principio 14: Segregación y movilidad.

mercado y celebre un contrato exactamente igual pero en posición contraria; es decir que si tiene posición compradora en un contrato anterior, debe vender un contrato igual, adoptando la posición vendedora. De tal forma que al ser aceptado este último por la entidad de contrapartida central, se conviertan en acreedores y deudores recíprocos y la posición abierta se extinga o se cierre.

Una vez adoptado el modelo de riesgo por la entidad de contrapartida central, se debe proceder a la incorporación de los parámetros de riesgo aplicables a cada tipo de operación susceptible de ser aceptada según el riesgo que genera para la entidad de contrapartida central. Determinados los parámetros, deben ser objeto de pruebas periódicas que aseguren su confiabilidad.

La adopción de un modelo adecuado de administración de riesgos le permite al regulador asignarles a las cámaras de riesgo central de contraparte riesgo de crédito de contraparte cero, después de surtida una verificación por parte de la entidad de supervisión.

Cabe en este punto señalar que en cuanto a la tercerización de la gestión de riesgo de una entidad de contrapartida central, en el Parlamento Europeo⁶⁰, se consideró que “La externalización de funciones por una contraparte central únicamente se permitirá si ello no afecta al correcto funcionamiento de ésta o a su capacidad de gestionar los riesgos, incluidos los que se deriven de las funciones externalizadas. En consecuencia, las contrapartes centrales deberán supervisar en todo momento las funciones externalizadas y ejercer pleno control al respecto y deberán gestionar de manera constante los riesgos a los que se exponen. En la práctica, no se permitirá la externalización de ninguna función de gestión de riesgos”.

9. MODELO OPERATIVO

Por otra parte, los modelos operativos definen un número importante de relaciones jurídicas. En primer lugar, desde la óptica de las operaciones susceptibles de ser aceptadas por la entidad de contrapartida central, es necesario llegar a acuerdos con las bolsas y las plataformas de negociación y de registro en las que son celebradas o registradas. Los aspectos que se traten en los acuerdos dependerán del grado de integración existente con la respectiva entidad de contrapartida central.

⁶⁰ Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo. Op. cit.

En algunos países, como sucede en el caso español, la sociedad rectora del mercado puede realizar la actividad de contrapartida central⁶¹, es decir que pueden estar integradas, y en otros casos, como el colombiano, la entidad de contrapartida central es una sociedad independiente de la Bolsa de Valores y de los sistemas de negociación, con objeto exclusivo y con límites de concentración de la propiedad, por disposición legal.

En efecto, los acuerdos deberán establecer las interacciones e interconexiones entre los sistemas, las actividades atinentes a cada parte, el alcance de la responsabilidad y los procedimientos que se han de seguir para la resolución de incidentes y para la declaración de contingencia en caso de que se presenten problemas.

En segundo lugar, para efectos de la liquidación, usualmente las entidades de contrapartida central se complementan con los depósitos centralizados de valores y con los sistemas de pagos de alto valor, según que el cumplimiento de las operaciones conlleve a la entrega de valores o de dinero, de tal manera que se hace necesario regular las relaciones entre la entidad de contrapartida central y los depósitos y entre la entidad y los sistemas de pago. Es de resaltar en este ámbito la necesidad de revisar los flujos de operaciones y de liquidez que exigen los cumplimientos de los mercados de contado y a plazo, antes de la celebración de los acuerdos, para llegar a convenios efectivos y exigibles.

A) Mecanismos de interposición

Como se mencionó, los mecanismos de interposición con mayor reconocimiento son la novación y la oferta abierta, siendo el primero de ellos el más utilizado.

Las recomendaciones para entidades de contrapartida central hacen referencia a estos dos mecanismos de interposición, sin limitarse a ellos. En las recomendaciones se dice que a través de la novación la operación inicial celebrada por el comprador y el vendedor se extingue mediante la creación de dos nuevas operaciones entre cada una de las partes originales y la entidad de contrapartida central, mientras que al emplear la oferta abierta no se genera vínculo contractual previo entre las partes que acuerdan las condiciones de la operación por celebrar, dado que en ese momento la entidad de contrapartida central emite una oferta a cada una de ellas para convertirse en su contraparte directa con base en las condiciones que ellas previamente acordaron.

⁶¹ Ley española del mercado de valores, Ley 24 de 1988, artículo 44 ter y 59.

Es así como, mediante la novación u oferta abierta, la entidad de contrapartida central se convierte en el comprador de todo vendedor y a su vez en el vendedor de todo comprador, siendo la contraparte única de los mercados en los cuales presta sus servicios.

Como puede apreciarse, no se trata de conceptos distintos a aquellos previstos en el régimen general de las obligaciones y de la formación de los contratos consensuales. La novación es reconocida jurídicamente como mecanismo de extinción de las obligaciones, que a su vez genera el nacimiento de unas nuevas obligaciones, y la oferta, como el proyecto de negocio jurídico que una persona formula a otra, como expresión de la voluntad en la formación del consentimiento⁶².

Para que produzca efectos jurídicos, la novación generada por la sustitución de una obligación anterior por una nueva, extinguiéndose la primigenia⁶³, debe cumplir con los requisitos de validez exigidos en el ordenamiento jurídico, como son la existencia de una obligación anterior, la creación de una nueva obligación que la reemplace, la existencia de diferencias en los elementos esenciales entre la anterior y la nueva, la capacidad y la intención de las partes para novar⁶⁴.

La formación del consentimiento mediante la aceptación de la oferta exige que esta última contenga los elementos esenciales del acto jurídico. En efecto, las partes convienen en los elementos de la operación y la entidad de contrapartida central formula sendas ofertas a cada una de ellas con el propósito de asumir la posición de contraparte directa. Con la aceptación de tales ofertas se crean las dos operaciones sin sustitución de vínculos contractuales previos.

B) *Infraestructura tecnológica e interconexión*

Frente a la interconexión con otros sistemas, el reto de las infraestructuras del mercado financiero es alcanzar el procesamiento automático de principio a fin (“straight through processing”, STP por su

⁶² Artículo 845 del Código de Comercio colombiano. Se hace mención a normas colombianas como referente, ya que el alcance del presente libro no se circunscribe a este marco jurídico, ni pretende abarcar el estudio de la figura de la oferta.

⁶³ Artículo 1687 del Código Civil colombiano. Se hace mención a normas colombianas como referente, ya que el alcance del presente libro no se circunscribe a este marco jurídico, ni pretende abarcar el estudio de la novación.

⁶⁴ Jorge Cubides Camacho, *Obligaciones*, Pontificia Universidad Javeriana. Facultad de Ciencias Jurídicas y Socioeconómicas. Colección de Profesores 3. Universidad Javeriana Publicaciones, 1991, pp. 307 y siguientes.

denominación en inglés). Según el glosario de términos utilizados en los sistemas de pago y liquidación del Comité de Sistemas de Pago y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales de marzo de 2003, STP “es la finalización de los procesos de preliquidación y de liquidación basados en la introducción manual de la información de negociaciones una sola vez en un sistema automatizado”⁶⁵.

El STP reduce los eventos de riesgo operativo, dado que se minimiza la intervención humana al automatizar el proceso, de tal forma que mediante un formato de mensaje estándar, este sólo debe ingresarse una vez a los sistemas, sin que se requiera reingresar el mensaje de forma manual para que sea procesado por los demás sistemas involucrados en la poscontratación con los cuales se tienen acuerdos de interconexión. Por tanto, señala Jiabin Huang en su libro *The Law and Regulation of Central Counterparties*, como beneficios de la implementación completa del STP, que se acortan los tiempos del ciclo de liquidación de las operaciones, se reducen los riesgos de liquidación y disminuyen los costos operativos con pocos errores humanos⁶⁶. Sin su implementación, la celebración de una operación se hace de forma automática en segundos mientras que su liquidación aún se realiza de forma manual y costosa⁶⁷.

Así mismo sostiene el citado autor, en la misma obra reseñada, que las cámaras de riesgo central de contraparte tienen un papel estratégico en la implementación del STP por encontrarse en medio de la negociación y liquidación y haber cumplido un papel de estandarización de productos y procedimientos⁶⁸.

En tercer lugar, desde la perspectiva de sus participantes, las cámaras de riesgo central de contraparte deben establecer los contratos que van a suscribir con sus miembros y las condiciones de interconexión que deben acreditar para poder acceder tecnológicamente a los sistemas de la entidad de contrapartida central.

⁶⁵ Comité de Sistemas de Pago y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales (CPSS). *Glosario de términos utilizados en los sistemas de pago y liquidación*, marzo de 2003 [en línea]. Disponible en http://www.bis.org/cpss/cpsspubl_es.htm [consulta: 25 de mayo de 2016].

⁶⁶ Jiabin Huang, *The Law and Regulation of Central Counterparties*, Oxford and Portland, Oregon, Hart Publishing, 2010, pp. 37 a 42.

⁶⁷ Ídem.

⁶⁸ Ídem.

C) *Estructura de cuentas*

La relación contractual con los participantes también se verá impactada por la estructura de cuentas definida en el modelo operativo.

Además de las relaciones jurídicas que deben implementarse para el adecuado funcionamiento de las cámaras de riesgo central de contraparte, es menester que el modelo operativo se ocupe de temas de relevancia como los procedimientos de seguridad y confidencialidad de la información.

Es de anotar igualmente que el modelo operativo contiene los mecanismos para la constitución y liberación de las garantías y aquellos necesarios para su adecuada custodia con segregación por titular de cuenta. Exige, recibe y administra las garantías para el funcionamiento apropiado de su sistema de administración de riesgos.

Dentro de las recomendaciones de CPSS BIS-IOSCO del año 2012 se incluye la segregación y movilidad de las posiciones de los clientes de los miembros y de las garantías entregadas a las entidades de contrapartida central (principio 14).

D) *Seguridad y confidencialidad*

Dentro de las recomendaciones de 2012 ya referidas de CPSS BIS-IOSCO, en cuanto a la seguridad, el ordenamiento jurídico debe proveer un alto grado de seguridad respecto del funcionamiento y procesos de mitigación del riesgo.

En cuanto a la confidencialidad, las cámaras de riesgo central de contraparte deben aprovechar las protecciones jurídicas disponibles en su jurisdicción, de tal forma que puedan contar con la potestad necesaria para establecer criterios de acceso a sus servicios.

10. DERECHO COLOMBIANO

A) *Definición y elementos de la definición*

a) *Definición.* La Ley 964 de 2005, en los artículos 15 a 18, reguló la creación de las cámaras de riesgo central de contraparte y les estableció un régimen propio y especial. En el año 2007, el Gobierno Nacional expidió el Decreto 2893, por el cual reguló las cámaras de riesgo central de contraparte y, en la misma vía que la citada ley, estableció reglas específicas para tales entidades y para las actividades que desarrollan.

Dicha norma se encuentra incorporada al Decreto 2555 de 2010 en el libro 13 de la parte 2.

El artículo 15 de la Ley de Valores de Colombia señala que las cámaras de riesgo central de contraparte tienen “por objeto exclusivo la prestación del servicio de compensación como contraparte central de operaciones, con el propósito de reducir o eliminar los riesgos de incumplimiento de las obligaciones derivadas de las mismas”⁶⁹.

El mismo artículo citado señala las actividades que pueden desarrollar las cámaras en ejercicio de su objeto, cuales son:

- a. Constituirse como acreedoras y deudoras recíprocas de los derechos y obligaciones que deriven de operaciones que hubieren sido previamente aceptadas para su compensación y liquidación, de conformidad con lo establecido en el reglamento autorizado por la Superintendencia de Valores, asumiendo tal carácter frente a las partes en la operación de forma irrevocable, quienes a su vez mantendrán el vínculo jurídico con la contraparte central y no entre sí;
- b. Administrar sistemas de compensación y liquidación de operaciones;
- c. Exigir, recibir y administrar las garantías otorgadas para el adecuado funcionamiento de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte;
- d. Exigir a las personas que vayan a actuar como sus contrapartes, respecto de las operaciones en las que se constituya como deudora y acreedora recíproca, los dineros, valores o activos que le permitan el cumplimiento de las obligaciones de aquellos frente a la misma, de conformidad con lo establecido en el reglamento autorizado por la Superintendencia de Valores;
- e. Expedir certificaciones de los actos que realice en el ejercicio de sus funciones. Las certificaciones de sus registros en las que conste el incumplimiento de sus contrapartes frente a la sociedad prestarán mérito ejecutivo, siempre que se acompañen de los documentos en los que consten las obligaciones que les dieron origen. [...].

Según la definición de la ley colombiana, las cámaras de riesgo central de contraparte son entidades de objeto exclusivo, consistente en compensar y liquidar operaciones constituyéndose como contraparte, con el propósito de eliminar o reducir el riesgo de incumplimiento de dichas operaciones.

⁶⁹ Ley de Valores de Colombia, Ley 964 de 2005, artículo 15.

Por lo tanto, las cámaras de riesgo central de contraparte están sujetas a un régimen propio y especial, es decir, solo en el caso de que no exista una norma que regule una materia específica en la reglamentación de las cámaras se debe recurrir a otras normas, por ejemplo, a las normas de compensación y liquidación de valores.

b) *Elementos de la definición*. Se destacan como elementos de la definición:

- Son sociedades de objeto exclusivo.
- Compensan operaciones actuando como contraparte central.
- Reducen y eliminan los riesgos de incumplimiento de las obligaciones derivadas.

A diferencia de otros países, en Colombia el regulador eligió un esquema especializado para el desarrollo de la actividad de contraparte central, y no es viable que las bolsas ni las sociedades administradoras del sistema de negociación y registro de operaciones frente a las cuales se va a prestar el servicio de contraparte ejerzan directamente dicha actividad, sino que se exige a las bolsas y a las sociedades administradoras del sistema de negociación y registro la celebración de un acuerdo con una entidad constituida para el desarrollo exclusivo de la prestación del servicio de contrapartida central, es decir, con una cámara de riesgo central de contraparte.

No obstante lo anterior, según las normas aplicables, no se encuentra limitación alguna para que las cámaras de riesgo puedan administrar sistemas de compensación y liquidación sin actuar como contraparte central, lo cual permite que tales entidades desarrollen actividades de compensación y liquidación en mercados que no requieran que la cámara asuma el cumplimiento de las operaciones como contraparte, dado el plazo de cumplimiento de estas y el adecuado sistema operativo con el que cuentan cuyo funcionamiento mitiga el riesgo de incumplimiento de las operaciones, como puede ser el caso de las operaciones del mercado de contado.

Por su parte, el artículo 2.13.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010 permite que la actuación de las cámaras de riesgo central de contraparte se desarrolle respecto de cualquier tipo de activo y de cualquier tipo de operación, sea que esta última se efectúe en el mercado mostrador, en los sistemas de negociación, o mediante cualquier otro mecanismo autorizado por los reglamentos de las cámaras.

En consideración a las exigencias normativas aplicables a una cámara de riesgo en Colombia y a la verificación que hace la Superintendencia

Financiera de Colombia del modelo de riesgo adoptado por la cámara al momento de la aprobación de su reglamento, su actividad como contraparte asegura el cumplimiento de las operaciones frente a las cuales se interpone. Por esta razón, las normas colombianas asignan un valor de cero a la exposición de riesgo de crédito de contraparte a las operaciones aceptadas por una cámara de riesgo central de contraparte, así como a las garantías otorgadas a la cámara⁷⁰.

B) Principios

a) *Finalidad*. El parágrafo 2 del artículo 15 de la Ley 964 de 2005 dispone que a las operaciones que compensen y liquiden las cámaras de riesgo central de contraparte les será aplicable lo establecido en los artículos 10⁷¹ y 11⁷² de la misma ley, y el artículo 17 de la ley señala que las obligaciones que las cámaras de riesgo central de contraparte tengan con sus deudores y acreedores recíprocos se extinguirán por compensación hasta el importe que corresponda.

Así las cosas, la misma Ley de Valores en Colombia extiende la aplicación del principio de finalidad a las operaciones que compense y liquide una cámara de riesgo central de contraparte.

El artículo 2.13.1.1.11 del Decreto 2555 de 2010 reitera lo dispuesto por el parágrafo 2 del artículo 15 de la Ley 964 de 2005, en el sentido de que el principio de finalidad se extiende a las operaciones aceptadas por la cámara de riesgo central de contraparte en su función de contraparte desde el momento de su aceptación y se aplica a todos los actos necesarios para su cumplimiento, incluida la compensación a que se refiere el artículo 17 de la Ley 964 de 2005.

Con base en lo anterior, se debe concluir que, en virtud de la existencia de las normas especiales aplicables a las cámaras de riesgo de contraparte en Colombia y, en particular, respecto de las operaciones que estas acepten en su función de contraparte, se les aplica el principio de finalidad desde el momento de la aceptación de las operaciones, el cual se extiende a todos los actos necesarios para el cumplimiento de estas, incluidas las órdenes de transferencia de fondos o valores derivadas de

⁷⁰ Decreto 2555 de 2010, Colombia, artículo 2.13.1.1.9 (D. 2893/2007, art. 9.º).

⁷¹ Principio de finalidad.

⁷² Protección de las garantías.

operaciones⁷³. Lo anterior quiere decir que a partir de la interposición de las cámaras de riesgo central de contraparte como contraparte y en razón de la novación, las operaciones serán firmes, irrevocables, exigibles y oponibles frente a terceros, al igual que la novación misma, las operaciones que surjan de la novación, la compensación (neteos) y la liquidación, aun en el caso en que esta última se realice mediante instrucciones a otras entidades de liquidación.

c) *Protección a las garantías*. La Ley de Valores colombiana establece el principio de protección a las garantías en el artículo 11, haciéndolo extensivo, como se dijo en el numeral anterior, a las operaciones aceptadas por una cámara de riesgo central de contraparte en los términos del artículo 15 de la misma ley.

Esto quiere decir que las garantías entregadas por cuenta de un participante a una cámara, sean propias o de un tercero, que estén afectas al cumplimiento de las operaciones aceptadas por la cámara, 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 se cumplan enteramente las obligaciones derivadas de tales operaciones.

La consagración del principio de protección a las garantías para las operaciones sobre valores es concordante con el ordenamiento aplicable a los procedimientos concursales en Colombia; por medio del reconocimiento jurídico se evita un conflicto entre normas y se da seguridad jurídica a su aplicación en Colombia.

Es así como el artículo 5.º, numeral 2, literales a y b de la Ley 1116 de 2006, al establecer las facultades del juez concursal en los procesos de insolvencia en lo atinente a las medidas cautelares para proteger y custodiar los bienes del concursado, no extiende dicha facultad a (1) las transacciones sobre valores u otros derechos de naturaleza negociable que hayan recibido orden de transferencia aceptada por el sistema de compensación y liquidación de que tratan los artículos 2.º, 10 y 11 de la Ley 964 de 2005, ni (2) a los actos y contratos que tengan como objeto o efecto la emisión de valores u otros derechos de naturaleza negociable en el mercado público de valores de Colombia. Dicha disposición se

⁷³ En efecto, es procedente precisar que las órdenes de transferencia que conforman una operación, únicamente se darán por cumplidas con la liquidación, que implica la entrega de los valores o del dinero, según corresponda y, que esas transferencias serán también finales o firmes.

reitera en otros artículos, tales como el párrafo del artículo 38 y el párrafo del artículo 50, entre otros.

En Colombia, además de la consagración del principio de protección a las garantías, se permite al administrador de una cámara de riesgo central de contraparte ejecutar las garantías constituidas sin trámite judicial alguno, siguiendo para el efecto las reglas que haya establecido en su propia normativa interna, es decir en su reglamento operativo o de funcionamiento. El otorgamiento de la facultad de ejecución de las garantías sin la ineficacia del pacto comisorio es de suma importancia para el adecuado funcionamiento del mercado en el cual existe una cámara de riesgo central de contraparte⁷⁴.

C) Modelo operativo

Para el adecuado funcionamiento de una cámara de riesgo central de contraparte se debe adoptar un modelo operativo mediante el cual se establezcan los procesos y procedimientos mediante los cuales cumplirá con las actividades a su cargo.

El modelo operativo deberá contener aspectos tales como la interconexión con los sistemas de negociación y registro de operaciones, el mecanismo por el cual recibirá y confirmará las operaciones celebradas en el mercado mostrador; los mecanismos de comunicación con los sistemas con quienes interactúa y con los participantes del mercado, las interfaces con los sistemas con los cuales se complementa para la liquidación de las operaciones, depósitos centrales de valores y sistemas de pago, interfaces para la constitución, liberación y ejecución de las garantías.

Igualmente, debe establecer normas de seguridad de la información, plan de contingencia y continuidad del negocio y replicación de los sistemas; y en aquellos casos en que sea aplicable, la forma de interconexión con otras cámaras de riesgo central de contraparte. En tal sentido, cada cámara tendrá su propio modelo operativo.

De conformidad con la legislación colombiana, algunos aspectos del modelo operativo deben estar contenidos en el reglamento interno adoptado (D. 2555/2010).

⁷⁴ Con la entrada en vigencia de la Ley 1676 de 2013 por medio de la cual se “promueve el acceso al crédito y se dictan normas sobre garantías mobiliarias” a partir del 20 de febrero de 2014 se derogaron los artículos 2422, inciso 2°, del Código Civil y 1203 del Código de Comercio, referentes a la prohibición del pacto comisorio.

a) *Mecanismos de interposición*. Conforme a las normas colombianas⁷⁵, corresponde a la cámara establecer el mecanismo de interposición e indicarlo en el reglamento interno de funcionamiento. De esta forma, una cámara se convierte en contraparte de los participantes en las operaciones del mercado, por medio de la novación o del mecanismo que defina en su reglamento.

Cuando la interposición se hace por medio de la novación, el contrato original entre el comprador y el vendedor se extingue y se sustituye por dos contratos nuevos, uno entre la cámara y el comprador, y el otro entre la cámara y el vendedor.

b) *Estructura de cuentas*. En Colombia no existe una limitación reguladora frente a la posibilidad de establecer una estructura de cuentas de único o de doble escalón. Se considera al respecto que la aprobación del esquema a adoptar dependerá de su adecuada consagración en el modelo operativo y la acreditación ante la autoridad de supervisión de contar con los mecanismos adecuados de gestión de riesgos.

Por lo tanto, en Colombia, pueden establecerse cámaras con estructuras de cuenta de detalle por titular final o estructuras de cuentas globales u ómnibus, para lo cual será indispensable instaurar requisitos de admisión y permanencia a los miembros autorizados para gestionar cuentas globales.

D) *Modelo de riesgo*

En Colombia, el modelo de riesgo adoptado por la cámara es verificado por la Superintendencia Financiera de Colombia. Igualmente, en el caso en que la cámara decida compensar y liquidar operaciones sobre divisas o derivados sobre divisas deberá remitirlo al Banco de la República.

11. DERECHO COMPARADO

A) *España*⁷⁶

a) *Definición y elementos de la definición*. La Ley del Mercado de Valores de España establece que las entidades de contrapartida central

⁷⁵ Artículo 2.13.1.1.7 letra a del Decreto 2555 de 2010.

⁷⁶ Después de la elaboración de este artículo se expidió el Real Decreto Legislativo 4/2015, Ley del Mercado de Valores, se adaptó la normativa a EMIR y se modificó el Reglamento de BME Clearing.

realizarán funciones de interposición por cuenta propia respecto de los procesos de compensación y liquidación de las obligaciones de las entidades miembros en los sistemas de compensación y liquidación de valores o instrumentos financieros, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores y de operaciones no realizadas en mercados oficiales⁷⁷.

El ministro de Economía y Hacienda, previo informe de la Comisión Nacional de Valores y del Banco de España, autoriza el funcionamiento de las entidades de contrapartida central.

No obstante la ley no contiene una definición de “entidad de contrapartida central”, sí se refiere a la función principal de dichas entidades, al sostener que serán las encargadas de interponerse en los procesos de compensación y liquidación de las operaciones, es decir, en la determinación de las obligaciones y en su efectivo cumplimiento.

De la redacción de la ley se destaca como elemento principal de la actividad de contraparte central la interposición en las operaciones e instrumentos financieros remitidos para su compensación y liquidación a sistemas de compensación y liquidación de valores y a sistemas de pagos y liquidación de valores, e incluso la interposición respecto de operaciones celebradas en el mercado mostrador.

Aunque la definición no lo dice, dicha interposición conlleva que la entidad autorizada para prestar el servicio de contrapartida deba responder por el cumplimiento de la operación respecto de la cual se interpone.

a') Elementos de la definición

- La interposición en las operaciones y los instrumentos financieros remitidos para su compensación y liquidación a sistemas de compensación y liquidación de valores y a sistemas de pagos y liquidación de valores, e incluso la interposición respecto de operaciones celebradas en el mercado mostrador.
- La interposición conlleva que la entidad autorizada para prestar el servicio de contrapartida debe responder por el cumplimiento de la operación respecto de la cual se interpone.

b) *Principios*. La Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo del 19 de mayo de 1998, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores, aplicable a los países

⁷⁷ Ley española del mercado de valores, Ley 24 de 1988, artículo 44 ter.

miembros de la Unión Europea, establece el principio de finalidad y de protección a las garantías para las órdenes de transferencia cursadas a un sistema de compensación y liquidación de operaciones⁷⁸. Considera la consagración del principio de firmeza como requisito para reducir el riesgo sistémico.

a') *Finalidad*. En el artículo 11 de la Ley del Mercado de Valores española se encuentra la consagración expresa del principio de finalidad. En efecto, la norma citada señala que “[l]as órdenes de transferencia cursadas a un sistema por sus participantes, una vez recibidas y aceptadas de acuerdo con las normas de funcionamiento del sistema, la compensación que, en su caso, tenga lugar entre ellas, las obligaciones resultantes de dicha compensación, y las que tengan por objeto liquidar cualesquiera otros compromisos previstos por el sistema para asegurar el buen fin de las órdenes de transferencia aceptadas o de la compensación realizada, serán firmes, vinculantes y legalmente exigibles para el participante obligado a su cumplimiento y oponibles frente a terceros, no pudiendo ser impugnadas o anuladas por ninguna causa”. La ley española extiende la aplicación del principio de finalidad a las operaciones remitidas a entidades de contrapartida central al reconocerlas como sistemas españoles de pagos y de compensación y liquidación de valores y productos financieros derivados (L. 41/99, artículo 8 letra g)⁷⁹.

⁷⁸ Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea. *Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo del 19 de mayo de 1998 sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores* [en línea]. Disponible en https://www.iberpay.es/Documentos/LEGISLACION_IBERPAY/DIRECTIVA_98_26_CE_DE_19_DE_MAYO_1998 SOBRE LA FIRMEZA DE LA LIQUIDACION EN LOS SISTEMAS DE PAGOS Y DE LIQUIDACION DE VALORES. PDF [consulta: 6 de mayo de 2016].

⁷⁹ En consonancia con la Ley del Mercado de Valores española, el Reglamento de BME Clearing, entidad de contrapartida central de ese país, en el artículo 15, dispone lo siguiente: “Artículo 15. Contrapartida central e irrevocabilidad BME *clearing* actuará como Contrapartida Central desde el momento en el que las Transacciones se anoten en el Registro Central de acuerdo con lo dispuesto en el presente Reglamento, en las correspondientes Condiciones Generales y normativa de desarrollo. Como consecuencia de su actuación como Contrapartida Central, se produce la interposición de BME *clearing* en las obligaciones resultantes de las transacciones, actuando BME *clearing* como contrapartida de cada una de las contrapartes originales de cada una de las Transacciones, quienes cesarán de tener derechos y obligaciones recíprocas, pasando a tenerlos frente a BME *clearing* exclusivamente.

”Desde el momento de su anotación en el Registro Central la interposición de BME *clearing* en las obligaciones se entenderá irrevocable, en el sentido de la Ley 41/1999,

b') *Protección a las garantías*. Igualmente, la ley española protege las garantías otorgadas a favor de la entidad de contrapartida central en el evento del inicio de un proceso concursal frente a uno de sus participantes o miembros. Se refiere la ley a las garantías que los miembros y los clientes constituyan para amparar el cumplimiento de las operaciones remitidas y únicamente respecto de las obligaciones adquiridas con la entidad de contrapartida central o con sus miembros, o por la condición de miembro. En el caso en que el miembro o el cliente incumplan con sus obligaciones frente a la entidad o frente al miembro, estos podrán disponer de las garantías adoptando las medidas que sean necesarias para su satisfacción en los términos del reglamento de la entidad.

En caso de que algún miembro o un cliente sean sometidos a un procedimiento concursal, la entidad de contrapartida central goza del derecho de separación de las garantías. Igualmente, goza de tal derecho de separación el miembro respecto del cual el cliente haya constituido garantías. Sin perjuicio de lo anterior, en caso de quedar un remanente después de haber ejecutado las garantías, este debe ser remitido al procedimiento concursal para que haga parte de la masa.

En los casos de concurso, la ley también consagra un derecho a favor de los clientes del miembro que es sometido a un procedimiento concursal, al establecer que la entidad de contrapartida central, previo aviso a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, gestionará el traslado a otro miembro de los contratos y posiciones junto con las garantías constituidas que tuviera registrados en las cuentas de los clientes. Para el efecto, el juez del concurso facilitará dicha gestión. En caso de que no sea posible el traslado de las posiciones de los clientes a otro miembro, se procederá a su liquidación⁸⁰.

de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y liquidación de valores, y de la Directiva 98/26/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de mayo, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores.

”Desde su anotación en el Registro Central las obligaciones derivadas de las Transacciones, así como de su Compensación cuando así lo determinen las correspondientes Condiciones Generales para el tipo de Cuenta o Transacción de que se trate, serán legalmente exigibles y oponibles frente a terceros en el sentido previsto en los artículos 11 de la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y liquidación de valores, y 3 de la Directiva 98/26/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de mayo, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores”.

⁸⁰ España, Ley del Mercado de Valores.

c) *Modelo operativo*. La entidad de contrapartida central implementará un modelo operativo que incluya las reglas aplicables a las distintas relaciones jurídicas que surjan entre la entidad de contrapartida central y sus miembros, los miembros con sus clientes finales y las entidades con las que deba interactuar para adelantar la compensación y liquidación de las operaciones aceptadas.

a') *Mecanismos de interposición*. De conformidad con la Ley del Mercado de Valores española (artículo 120), el reglamento de funcionamiento de las entidades rectoras deberá contener, entre otros aspectos relativos al registro, compensación y liquidación de las transacciones, la mención sobre la existencia de entidades de contrapartida central u otros mecanismos de novación de las transacciones, por tanto, el mecanismo de interposición en España es la novación.

b') *Estructura de cuentas*. En consonancia con el modelo internacional estándar de cámaras, el real decreto aplicable establece la posibilidad de instaurar un régimen de registro contable de doble escalón, formado por el registro central, a cargo de la sociedad rectora y los registros de detalle, y de los miembros autorizados a actuar como registradores. La sociedad rectora debe asegurar la correspondencia entre los dos registros. Con base en esta posibilidad, los clientes pueden elegir entre abrir su cuenta en el registro central o en el registro de detalle que lleva el miembro. Las cuentas propias de los miembros se abren en el registro central⁸¹.

Las cuentas de registro de las operaciones se dividen en cuentas propias del miembro y en cuentas de clientes. Las cuentas propias del miembro se abren en el registro central que lleva la entidad y su titular es el miembro, las cuentas de clientes podrán llevarse en el registro central o en cuentas de detalle que lleve el miembro, a elección del cliente. El titular de la cuenta será el cliente respectivo.

En relación con las cuentas de detalle, ellas podrán ser de dos tipos: (1) con separación entre las posiciones de los clientes y las propias del miembro para efectos del cálculo y constitución de garantías, o (2) sin separación entre las posiciones de los clientes y las propias del miembro únicamente para efectos del cálculo y constitución de garantías, manteniéndose el registro de las posiciones claramente separadas.

Las cuentas de clientes abiertas en el registro de detalle del miembro tienen su correspondencia de forma agregada en la cuenta del registro

⁸¹ Real Decreto 1282 de 2010, artículo 7.º.

central cuyo titular es el miembro. Las cuentas globales abiertas a nivel de registro central son las cuentas conocidas como “cuentas ómnibus”. Es obligación del miembro mantener el registro de detalle de las posiciones abiertas de los clientes y las garantías correspondientes a dichas posiciones debidamente segregadas de la posición propia y de las garantías del miembro.

De conformidad con la normatividad española, los miembros deberán acreditar el cumplimiento de requisitos especiales para obtener la autorización de llevar cuentas de detalle, dentro de los cuales está el de contar con unos recursos propios mínimos. Esta exigencia es mayor para los miembros que deseen gestionar cuentas de detalle sin separación entre las posiciones de los clientes y las propias del miembro para efectos del cálculo y constitución de garantías.

A la estructura de cuentas basada en registros por contraparte central en cuentas globales y por el miembro en cuentas de detalle se le conoce como “registro contable de doble escalón”.

c) *Modelo de riesgo*. De conformidad con la Ley del Mercado de Valores de España, para la obtención del permiso de funcionamiento de una sociedad rectora de mercado se impone, entre otros requisitos, la elaboración de un proyecto de reglamento que contenga como mínimo las reglas aplicables en materia de instrumentos financieros negociables, miembros, régimen de garantías, negociación, registro, compensación y liquidación de transacciones, supervisión y disciplina de mercado y medidas de riesgo a que se expone⁸².

Igual sucede con las exigencias normativas para operar como entidad de contrapartida central, las cuales deberán contar con un reglamento interno que regule, entre otros aspectos, los requisitos de acceso a la condición de miembro, las clases de miembros, con especificación de los requisitos técnicos y de solvencia exigibles, las garantías exigidas a los miembros y a los clientes en relación con los riesgos asociados y el régimen económico de la entidad de contrapartida central⁸³.

Es facultad del ministro de Economía y Hacienda aprobar el reglamento interno de las entidades de contrapartida central, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, del Banco de España y de las Comunidades Autónomas con competencia en materia de regulación de centros de contratación de valores.

⁸² España, Ley del Mercado de Valores.

⁸³ Ídem.

La entidad de contrapartida central deberá contar al menos con un comité de auditoría, un comité de riesgos y un comité de nombramientos y remuneraciones.

Precisa el Real Decreto 1281 del 15 de octubre de 2010 que la solicitud de autorización para la creación de un mercado secundario oficial debe ir acompañada de una memoria de los riesgos con las políticas para la gestión de aquellos que asume, especialmente en su función de cámara de contrapartida, así como los mecanismos de mitigación de dichos riesgos⁸⁴.

Para la administración de los riesgos en su función de contrapartida central, siendo el de mayor relevancia el riesgo de crédito de contraparte, las entidades deben adoptar su propio modelo de riesgo. No obstante lo anterior, en España el Real Decreto establece previsiones asociadas a la gestión de riesgos, como son la obligatoriedad de establecer requisitos de acceso para obtener la calidad de miembro, el régimen de garantías y el régimen económico de la entidad, previendo en este último aspecto la necesidad de contar con los recursos propios que aseguren el adecuado funcionamiento de la entidad.

En tal sentido, el modelo de riesgos, más allá del modelo que va a adoptar la entidad, debe incluir unos miembros sólidos desde la perspectiva financiera y operativa, y un régimen de garantías adecuado, para que el riesgo residual, en caso de presentarse, pueda ser asumido con los recursos propios de la entidad.

B) México

a) *Definición y elementos de la definición.* Una contraparte central es, en general, una entidad que complementa los servicios de compensación y liquidación de operaciones de compraventa, en un mercado de activos financieros (acciones, derivados, bonos, etc.); su función principal es convertirse en deudora y acreedora recíproca de las operaciones originalmente pactadas. En otras palabras, se vuelve responsable de que el comprador obtenga los títulos que adquirió y de que el vendedor obtenga el efectivo correspondiente.

La contraparte central de valores (CCV) contribuye a crear un entorno financiero más seguro en el cual se mitiguen los riesgos sistémico y de contraparte; en el ámbito global se responde a las tendencias actuales de la industria en materia de administración de riesgos, compensación y

⁸⁴ Real Decreto 1282 de 2010, art. 3.º, num. 1, lit. d.

liquidación de operaciones, lo cual hace posible la apertura del mercado mexicano a mercados y activos financieros más diversos.

Para la constitución de una CCV, la Ley del Mercado de Valores señala que

[...] el servicio centralizado de depósito, guarda, administración, compensación, liquidación y transferencia de valores, se considera un servicio público y únicamente podrá desarrollarse por instituciones para el depósito de valores y por el Banco de México. El servicio de compensación, adicionalmente podrá proporcionarse por contrapartes centrales de valores, en términos de lo establecido en el capítulo II de este título⁸⁵.

[...] Para organizarse y operar como contraparte central de valores se requiere concesión del Gobierno Federal, la cual será otorgada discrecionalmente por la Secretaría, previa opinión de la Comisión y del Banco de México, a las sociedades anónimas organizadas de conformidad con las disposiciones legales [...] ⁸⁶.

Para tal fin, deberán presentar: proyecto de estatutos de una sociedad anónima; relación e información de los socios, indicando el monto del capital social que suscribirán y el origen de los recursos declarado por estos; plan general de funcionamiento de la sociedad (activos a compensar, modelo de riesgo, modelo operativo); comprobante de depósito bancario o de valores gubernamentales (igual al diez por ciento del capital mínimo con que deba contar la sociedad), y las políticas y los lineamientos relativos a los recursos que recibirá de sus deudores y acreedores recíprocos para asegurar el cumplimiento de sus obligaciones.

En desarrollo de las normas expedidas conforme a la Ley de Mercado de Valores, se define a la cámara de compensación como el “[...] fideicomiso constituido en términos de las presentes reglas, que tenga por fin compensar y liquidar contratos de derivados listados en Bolsa, así como actuar como contraparte en cada operación que se celebre en la Bolsa”⁸⁷.

⁸⁵ Artículo 271 de la Ley de Mercado de Valores de México, publicada en el Diario Oficial de la Federación el 30 de diciembre de 2005 [en línea]. Disponible en <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LMV.pdf> [consulta: 21 de febrero de 2014].

⁸⁶ *Ibidem*, artículo 301.

⁸⁷ Publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 31 de diciembre de 1996, modificadas mediante resoluciones publicadas en el citado Diario el 12 de agosto y 30 de

A su vez Mexder, como Mercado de Derivados mexicano, señala que la Cámara de Compensación y Liquidación del Mercado Mexicano de Derivados (MexDer) es Asigna⁸⁸, y que “[...] su función central es ser la contraparte y por tanto garante de todas las obligaciones financieras que se derivan de la operación de los contratos negociados, para lo cual deberá observar la normatividad emitida por las autoridades financieras: Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) y Banco de México, así como por las Reglas del propio Mercado Mexicano de Derivados”⁸⁹.

Por último, la misma cámara se define en la versión de su Reglamento Interior de fecha 31 de julio de 2013, en los siguientes términos: “*Cámara de Compensación*. Es el fideicomiso que se identifica con el nombre comercial de ‘Asigna, Compensación y Liquidación’, que establece la fiduciaria con cargo al patrimonio del Fideicomiso número F/30,430 que tiene por fin compensar y liquidar Contratos de Derivados, así como actuar como contraparte en cada Operación que se celebre en la Bolsa”⁹⁰.

a’) *Elementos de la definición*

- La estructura jurídica de la cámara de compensación, mediante un fideicomiso.
 - Finalidad de la actividad: que es compensar y liquidar derivados.
- Actuar como contraparte en las operaciones celebradas en la bolsa.

diciembre de 1998, 31 de diciembre de 2000, 14 de mayo de 2004, 19 de mayo de 2008, 24 de agosto y 25 de noviembre de 2010 y 13 de octubre de 2011, respectivamente. En el Reglamento Interior de Mexder, versión actualizada al 31 de julio de 2013, igualmente se señala: “La Cámara de Compensación, como una entidad autorregulada con respecto a las actividades realizadas en la misma por los Socios Liquidadores, Operadores y Participantes de un Mercado Extranjero Reconocido, según corresponda, deberá ajustarse a la normatividad y vigilancia de la Bolsa” [en línea], p. 19. Disponible en http://www.mexder.com.mx/wb3/wb/MEX/MEX_Repositorio/_vtp/MEX/1ea7_reglamento_interior_mexder/_rid/21/_mto/3/MexDerCompulsa_Reglamento_Interior31_de_julio_de_2013.pdf [consulta: 21 de febrero de 2014].

⁸⁸ Nombre comercial de la cámara de compensación en México.

⁸⁹ Bolsa de Derivados de México, página virtual de la entidad [en línea]. Disponible en http://www.mexder.com.mx/wb3/wb/MEX/camara_compensacion [consulta: 19 de febrero de 2014].

⁹⁰ Asigna, *Reglamento Interior de Asigna* [en línea] Disponible en <http://www.asigna.com.mx/> [consulta: 19 de febrero de 2014].

b) Principios

a') *Finalidad*. En cuanto a la firmeza de las operaciones una vez ingresadas a un sistema de compensación y liquidación, la Ley de Sistemas de Pagos de 2002, en su artículo 1.º, establece como función: “[...] propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pagos que la propia Ley señala, al establecer, para los efectos previstos en este ordenamiento, el carácter definitivo e irrevocable de las órdenes de transferencia y de la compensación y liquidación derivados de éstas, que se procesen a través de dichos sistemas, incluyendo los relacionados con operaciones con valores”⁹¹.

Lo anterior se reitera en el artículo 11 de esa misma ley, que establece que “Las órdenes de transferencia aceptadas, su compensación y liquidación [...] serán firmes, irrevocables, exigibles y oponibles frente a terceros”, y no se verán afectadas por ningún proceso o medida, incluso de naturaleza concursal⁹².

b') *Protección a las garantías*. El marco jurídico provisto por la ley de valores mexicana tiene un alto grado de certeza de que las acciones realizadas por la CCV conforme a sus reglas no serán revertidas, pues las normas y los contratos se deben cumplir, aún en el caso del concurso de quien ha constituido las garantías (artículos 15 a 18 de la Ley de Sistemas de Pagos).

El esquema o modelo de riesgo adoptado por Asigna, como entidad de contrapartida central destacada en el mercado mexicano, es la red de seguridad, encargada de mitigar los riesgos y asumirlos cuando se materializan, que está constituida por márgenes (aportaciones mínimas [AIM]), límites (no permitir que un participante del mercado se concentre en una participación que por sí misma pueda generar la posibilidad de ejecutar prácticas no sanas para el mercado), y salvaguardas (constituidas por diferentes fondos, que se utilizan al activar la red de seguridad: como son el fondo de aportaciones y el fondo de compensaciones). De tal forma, estos recursos quedan cubiertos con la referida previsión de la ley de valores.

c) *Modelo de riesgo*. La Ley de Mercado de Valores (LMV) rige el funcionamiento de las CCV, esta ley está a disposición del público en

⁹¹ Diario Oficial de la Federación de Estados Mexicanos, *Ley de Sistemas de Pagos de México, el 12 de diciembre de 2002* [en línea]. Disponible en <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/255.pdf> [consulta: 21 de febrero de 2014].

⁹² Ídem.

internet. Las normas y los procedimientos de la CCV están descritos en su Reglamento Interior, Manual Operativo y Normas Prudenciales, Operativas, Autorregulatorias y de Control de Riesgos.

La LMV proporciona un alto grado de seguridad jurídica para cada una de las actividades de la CCV, en particular para sus procesos de control de riesgos. Por esa razón, señala en el artículo 307 que las CCV deberán: (1) establecer y aplicar los procedimientos para administrar riesgos y hacer frente a incumplimientos; (2) exigir a sus socios liquidadores recursos para reducir el riesgo sobre las operaciones con valores en las que se constituya como acreedora y deudora recíproca, en caso de que los socios dejen de cumplir sus obligaciones frente a la contraparte central de valores; y (3) requerir a sus socios liquidadores, respecto de las operaciones con valores en las que se constituya como acreedora y deudora recíproca, los recursos necesarios para el correcto funcionamiento del sistema de administración de riesgos, los que habrá de conservar en un fondo de compensación, constituido en la sociedad, con el propósito de mutualizar con sus socios el incumplimiento de obligaciones.

En cuanto al esquema de control de riesgo de Asigna, su modelo tiene como finalidades las siguientes:

- Evitar la concentración de posiciones abiertas que expongan a un riesgo alto al mercado, mediante la observación, el monitoreo, la supervisión y vigilancia.
- Evitar quebrantos de intermediarios y clientes por el riesgo al que se exponen, para lo cual deberá: (1) monitorear en tiempo real las posiciones de los operadores; (2) realizar simulaciones con movimientos extremos; (3) establecer alarmas ante la insuficiencia de recursos; (4) evitar que se afecte la integridad del mercado; (5) determinar las aportaciones mínimas para cada contrato de futuros negociado; (6) evaluar y determinar descuentos; y (7) monitorear la suficiencia de los AIM.

Por su parte, sus miembros son los socios liquidadores, son fideicomisos de administración y pago que conforman el patrimonio de la cámara y que realizan la liquidación de las operaciones celebradas en el mercado, por lo que todos los operadores del mercado deberán contratar los servicios de un liquidador⁹³.

⁹³ http://www.mexder.com.mx/wb3/wb/MEX/camara_compensacion.

Existen tres tipos de socios liquidadores:

- Los socios liquidadores por cuenta propia: compensan y liquidan las operaciones de las instituciones integrantes de su grupo financiero.
- Los socios liquidadores por cuenta de terceros: compensan y liquidan las operaciones por cuenta de clientes.
- Los socios liquidadores integrales: compensan y liquidan las operaciones de las instituciones integrantes de su grupo financiero y por cuenta de los clientes.

La principal forma de mitigación del riesgo es a través de la red de seguridad, ya mencionada, que entra a operar cuando un socio liquidador incumple, debiendo detonar su red para cubrir el saldo incumplido e incluso las pérdidas generadas por el incumplimiento. Contiene seis grados de disposición de recursos, con lo cual genera un proceso donde el riesgo se mutualiza entre los socios liquidadores.

d) *Modelo operativo*. Las CCV deberán identificar fuentes de riesgo operativo y minimizarlas mediante los controles, procedimientos y sistemas más adecuados, debiendo ser estos últimos fiables y seguros, con una capacidad adecuada y versátil. Los planes de continuidad de la actividad deberán permitir la reanudación oportuna de las operaciones y el cumplimiento de las obligaciones de las CCV.

La CCV cuenta con un grupo de gestión de tecnología que conjuntamente con el comité de riesgos se encarga de proponer y en su caso implementar los procedimientos para identificar, analizar y hacer frente a los riesgos operativos.

Las CCV tienen planes de contingencia que cubren los principales escenarios de riesgo, y cuentan con sitios operativos y de cómputo alternos. Las CCV deben probar periódicamente sus planes de contingencia, y establecer formalmente esta obligación. Además, deben poner a disposición de las autoridades los resultados de estas pruebas.

La CCV tiene un comité de supervisión que vigila el cumplimiento de las normas y reglas. Además la CCV es auditada por la CNBV periódicamente.

La CCV ha reportado tener fallas ocasionales en sus sistemas principales, sin embargo se recupera satisfactoriamente. En la actualidad la CCV cuenta con suficiente capacidad de procesamiento. En cuanto a Asigna, su sistema operativo y financiero está diseñado para proveer el nivel más alto de seguridad y detección oportuna de prácticas financieras inusuales e incumplimientos.

a') *Mecanismos de interposición*. En cuanto a las cámaras centrales de valores, la Ley del Mercado de Valores indica que el mecanismo de interposición es la novación, de conformidad con el artículo 301, al señalar que “[...] Las actividades que tengan por objeto reducir los riesgos de incumplimiento de las obligaciones a cargo de los intermediarios del mercado de valores, asumiendo el carácter de acreedor y deudor recíproco de los derechos y obligaciones que deriven de operaciones con valores previamente concertadas por cuenta propia o de terceros entre dichos intermediarios, *mediante novación*, se considerarán un servicio público y únicamente podrán realizarse por contrapartes centrales de valores”.

Tanto las normas expedidas de conformidad con la referida ley de valores⁹⁴ como el reglamento de Asigna⁹⁵ se refieren expresamente a las condiciones que se establecen en los contratos pactados en las operaciones realizadas en el seno de la cámara.

b') *Estructura de cuentas*. En cuanto a la estructura de cuentas, en la ley de valores se refiere a las cuentas globales y su manejo por las casas de bolsa, de tal forma que se entenderá por “cuenta global” aquella administrada por casas de bolsa, entidades financieras del exterior, instituciones de crédito o sociedades operadoras de sociedades de inversión, en donde se registran las operaciones de varios clientes siguiendo sus instrucciones en forma individual y anónima frente a una casa de bolsa con la que aquellas suscriban un contrato de intermediación bursátil.

En cuanto a la normatividad existente para la operación en el mercado de derivados de conformidad con la ley de valores, se establece que los operadores o socios liquidadores, diferentes a las personas físicas, podrán administrar cuentas globales cuando obtengan la aprobación de

⁹⁴ Disposiciones de carácter prudencial a las que se sujetarán en sus operaciones los participantes del mercado de contratos de derivados listados en Bolsa. Publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 26 de mayo de 1997. Actualizadas con las modificaciones publicadas en el propio Diario el 12 de agosto de 1998, 31 de diciembre de 2000, 13 de agosto y 22 de noviembre de 2001, 4 de enero de 2005 y 23 de noviembre de 2011. “[...] las Cámaras de Compensación dictarán normas que habrán de observar los Socios Liquidadores en la liquidación de los Contratos de Derivados listados en Bolsa, vigilarán que en las operaciones concertadas se cumplan debida y eficazmente los términos y condiciones pactados.”

⁹⁵ “[...] Las obligaciones de la Cámara de Compensación y de los Socios Liquidadores contenidas en el Reglamento y en las Condiciones Generales de Contratación, constituirán parte de los términos de cada Operación registrada en las Cuentas que lleve la Cámara de Compensación, incluyendo los derechos de la misma para liquidar los Contratos Abiertos.”

la bolsa y de la cámara de compensación⁹⁶, pero deberán (1) informar a los clientes los riesgos en que incurre mediante su participación en la cuenta global, haciendo, en todo caso, énfasis en que los clientes deben mutualizar sus aportaciones y en que, por ende, podrían participar de las pérdidas de cualquier otro cliente de dicha cuenta global; (2) llevar a la cámara de compensación todas las operaciones que le instruyan los clientes de la cuenta global y (3) llevar en su contabilidad interna subcuentas separadas por cliente.

Asigna establece en relación con las cuentas globales que estas son cuentas administradas por un operador o por un socio liquidador en donde se registran las operaciones con contratos de derivados listados en bolsa de uno o varios clientes siguiendo sus instrucciones en forma individual y anónima. Para el adecuado manejo de dichas cuentas se deberán establecer programas permanentes de auditoría a los socios liquidadores y a los operadores que administren cuentas globales, diseñar la red de seguridad que deberá aplicarse en caso de incumplimiento de los clientes de las cuentas globales, definir el límite de operación que corresponda a cada cliente de las cuentas globales por cada contrato de derivados enlistado en bolsa a partir del cual se deberá informar su identidad a la propia cámara de compensación.

C) *Brasil*⁹⁷

La Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) fue fundada en 1890 y en 1986 nace la Bolsa Mercantil y de Futuros (BM&F) y su cámara de compensación de derivados, bolsas que se integraron en el año 2008. BM&FBovespa no sólo actúa como bolsa multiactivos, sino también como depósito central de valores, sistema de liquidación de valores y entidad de contrapartida central⁹⁸. A la fecha de elaboración del presente capítulo, BM&FBovespa cuenta con cuatro *clearing* o cámaras de compensación (renta variable y fija, derivados financieros y *commodities*, divisas y títulos públicos), lo cual puede implicar para un operador que compensa varias operaciones con diferentes valores

⁹⁶ Reglas a las que habrán de sujetarse los participantes del mercado de contratos de derivados listados en Bolsa.

⁹⁷ Después de la elaboración de este artículo en 2017 se creó B3 S.A. Brasil Bolsa Balcão por la fusión de BM&Bovespa y CETIP.

⁹⁸ BM&FBovespa [en línea] Disponible en <http://handbook.fiabnet.org/bmfbovespa/> y <http://ir.bmfbovespa.com.br/static/enu/perfil-historico.asp?idioma=enu> [consulta: 19 de febrero de 2014].

enfrentar diversos márgenes diarios cada uno calculado de distinta manera. Por esta razón, dicho mercado planea una única e integrada cámara que generará una mayor eficiencia de márgenes alrededor del 30%-40%⁹⁹. La entidad rectora del mercado de valores brasileño es la Comisión de Mercado de Valores¹⁰⁰.

a) *Definición y elementos de la definición*¹⁰¹. BM&FBovespa es la entidad que se encarga de calcular el valor neto debido por los participantes de la cámara (compensación) y el cumplimiento de las obligaciones derivadas de una o más operaciones (liquidación). En el desarrollo de sus actividades podrá: (1) proporcionar servicio de custodia de bienes, valores y otros activos, (2) establecer mecanismos para asegurar el cumplimiento de las operaciones ingresadas y (3) desarrollar herramientas para la gestión y control de riesgos.

Por tanto, a diferencia de las otras cámaras del mercado internacional, BM&FBovespa se encarga de otras actividades, tales como gestión de riesgo, préstamo de valores y depósito central.

Los principios, requisitos y demás parámetros de las cámaras de compensación se encuentran establecidos en el sistema de pagos brasileiro o SPB (cuyo núcleo es el sistema de transferencia de reservas o STR), que se encuentra estructurado con base en la Ley 10214 de 2001 y la Resolución 2882/2001. Información adicional se encuentra en las circulares 3100/2002, 3438/2009, circular-carta 3401/2009 y circular-carta 3452/2010.

Para poder operar como cámaras de compensación, su constitución deberá contener: (1) la escritura de constitución, (2) el certificado de cumplimiento del capital mínimo, (3) la puesta en marcha de un fondo de garantía especial con el Banco Central de Brasil, si procede, el cual es inembargable en caso de insolvencia, y (4) una descripción detallada

⁹⁹ Bolsa de Comercio de Rosario, “Noticias del mundo de derivados”, año XIV n.º 709 del 01/06/2012, Argentina.

¹⁰⁰ La Comisión se creó por Ley 6385, de 7 de diciembre de 1976, con los objetivos de asegurar el funcionamiento eficiente y regular de los mercados de bolsa, proteger a los titulares de valores mobiliarios contra las emisiones irregulares y actos ilegales de administradores y accionistas controladores de compañías, etc., evitar el fraude y la manipulación destinadas a crear condiciones artificiales de los precios de los valores negociados en el mercado, asegurar el acceso del público a las informaciones sobre valores mobiliarios negociados y a las compañías que los han emitido, asegurar la observancia de prácticas comerciales equitativas del mercado de valores mobiliarios y promover la expansión y el funcionamiento eficiente y regular del mercado de valores mobiliarios.

¹⁰¹ En el desarrollo de este acápite se hará referencia a la *clearing* de derivados.

de los procesos operativos (grabación, confirmación, aceptación, compensación y liquidación de obligaciones), entre otros.

b) *Principios*

a') *Finalidad*. Se establece que la transferencia de fondos y valores es irrevocable e incondicional (en el SPB).

b') *Protección de las garantías*. La reforma del año 2001 (Ley 10214 de 2001) del sistema de pagos implicó el reconocimiento de la efectiva realización de las garantías a pesar del concurso del participante constituyente de la garantía.

c) *Modelo operativo*. Como participantes en la operación de la cámara, el reglamento de esta prevé participantes directos o indirectos, según la fase de la operación en la que participen (registro, compensación o liquidación), siendo tres los considerados directos: miembros de compensación, bancos liquidadores y los intermediarios (corredores de bienes, corredores de bienes agrícolas o corredoras especiales). Miembros indirectos serán todos aquellos clientes y entidades de carácter instrumental o accesorio en relación con las actividades objeto de la cámara. Y actúan mediante un participante directo.

a') *Estructura de cuentas*. Como se refirió, el sistema de pagos brasileño fue modificado en el 2001. La finalidad principal fue mitigar el riesgo sistémico. Las transferencias interbancarias con base en tiempo real pueden ser establecidas irrevocable e incondicionalmente (*finality*). La Ley 10214 de 2001 reconoce el neteo multilateral en los sistemas de compensación y liquidación y la correspondiente cámara deberá actuar como contraparte central. Aunado a lo anterior, dentro del sistema de compensación y liquidación, en abril de 2002, entraron en operación: (1) el sistema de liquidación bruta en tiempo real, (2) el sistema de transferencia de reservas (STR) y (3) un sistema especial para liquidación de operaciones interbancarias de cambio.

d) *Modelo de riesgo*. Para efectos de la definición del modelo de riesgo, el reglamento de la cámara exige la existencia de (1) el consejo asesor de análisis de riesgos y (2) el comité de riesgos. Los riesgos a los que se enfrenta la cámara principalmente son: de mercado, de crédito, de liquidez y operacional.

Explica la CMV¹⁰², en concordancia con lo establecido en el reglamento de *clearing* de derivados, las medidas principales para mitigar

¹⁰² Fabio Menkes, *Procedimientos de control interno y gestión de riesgo en Brasil*, CMV. Disponible en <http://slideplayer.es/slide/96149/>.

los riesgos referidos. Como medidas para mitigar el riesgo de mercado, se formulan límites de riesgo para el miembro de compensación/corredora, margen de garantía, test de estrés, *value at risk* (VAR) y control del riesgo de mercado de las garantías. En cuanto al riesgo de crédito, figuran límites de concentración y margen adicional para posiciones concentradas. Frente al riesgo de liquidez, plantea contratación de líneas de crédito (tener en cuenta que como participantes de estas operaciones figuran bancos liquidadores), límites de variación de precios y control de liquidez de las garantías (esto obedece a una de las características de las recomendaciones internacionales). En cuanto al riesgo operacional, se debe procurar infraestructura tecnológica adecuada, *site* de contingencia y contar con una auditoría independiente.

BIBLIOGRAFÍA

Doctrina

Banco de la República. Departamento de Estabilidad Financiera, *Reporte de Estabilidad Financiera*, septiembre de 2010 [en línea]. Disponible en http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/septiembre_23.pdf [consulta: 19 de diciembre de 2013].

BLISS, ROBERT y CHYSSA PAPATHANASSIOU. *Derivatives clearing, central counterparties and novation: The economic implications* [en línea]. Disponible en <https://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/ccp/BlissPapathanassiou2.pdf> [consulta: 8 de marzo de 2006].

BOLLES, ALBERT S., *Banca práctica (Practical Banking)*, Homans Publishing Company, 1884.

Bolsa de Comercio de Rosario, “Noticias del mundo de derivados”, Año XIV n.º 709 del 01/06/2012, Argentina.

Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia S. A., *Reglamento de Funcionamiento* [en línea]. Disponible en <http://www.camaraderiesgo.com/sites/default/files/Reglamento%20de%20Funcionamiento%20CRCC%20S.A.%20-%20VERSI%C3%93N%20ACTUALIZADA%20A%20JULIO%20DE%202013XX.pdf> [consulta: 22 de enero de 2014].

Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS) del Banco de Pagos Internacionales -BIS, *Glosario de términos utilizados en los sistemas de pago y liquidación*, marzo de 2003. 2012 [en línea]. Disponible en http://www.bis.org/publ/cpss00b_es.pdf [consulta: 22 de enero de 2014].

- Comité de Sistemas de Pago y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales (CPSS) y Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), *Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero*, abril de 2012 [en línea]. Disponible en http://www.bis.org/publ/cpss101_es.pdf [consulta: 19 de diciembre de 2013].
- Comité de Sistemas de Pago y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales (CPSS) y Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), *Principios para las infraestructuras del mercado financiero, Informe de consulta*, marzo de 2011 [en línea]. Disponible en http://www.bis.org/publ/cpss94_es.pdf [consulta: 19 de diciembre de 2013].
- Comité de Sistemas de Pago y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales (CPSS) y Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), *Recomendaciones para entidades de contrapartida central*, noviembre de 2004 [en línea]. Disponible en <http://www.bis.org/publ/cpss64es.pdf> [consulta: 19 de diciembre de 2013].
- CUBIDES CAMACHO, JORGE, *Obligaciones*, Pontificia Universidad Javeriana. Facultad de Ciencias Jurídicas y Socioeconómicas. Colección de Profesores 3. Universidad Javeriana Publicaciones, 1991.
- GRAY, SIMON y JOANNA PLACE, *Derivados financieros* [en línea]. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Ensayos. Disponible en <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Publicaciones-de-Otras-Instituciones/pub-en-69.pdf> [consulta: 3 de mayo de 2016].
- JIABIN HUANG, J., *The Law and Regulation of Central Counterparties*, Oxford and Portland, Oregon, Hart Publishing, 2010.
- KROSZNER, RANDALL S., “Central Counterparty Clearing: History, Innovation, and Regulation”, at the European Central Bank and Federal Reserve Bank of Chicago joint Conference on Issues Related to Central Counterparty Clearing, Frankfurt, Alemania, abril 3 y 4 de 2006 [en línea]. Disponible en <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kroszner20060403a.htm> [consulta: 26 de diciembre de 2013].
- LE GOFF, JAQUES, *Mercaderes y banqueros de la Edad Media*, Buenos Aires, Universitaria de Buenos Aires, 1982.
- MENKES, FABIO, *Procedimientos de control interno y gestión de riesgo en Brasil*, CMV. En <http://slideplayer.es/slide/96149/>.
- NÚÑEZ, MÓNICA, *La desmaterialización y su impacto en la gestión de riesgos en el mercado público de valores*, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2004.

Parlamento Europeo y del Consejo, *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los derivados OTC, las contrapartes centrales y los registros de operaciones*, Bruselas, 15 de septiembre de 2010 [en línea]. Disponible en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX: 52010PC0484: ES: NOT> [consulta: 19 de diciembre de 2013].

Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea, *Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 19 de mayo de 1998 sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores* [en línea]. Disponible en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX: 31998L0026: ES: NOT> [consulta: 22 de enero de 2014].

PIRENNE, HENRI, *Historia económica y social de la edad media*, Ciudad de México, Fondo de Cultura Económica, 1975.

ROCA, VÍCTOR, *Principios del CPSS-IOSCO para las infraestructuras del mercado financiero (PIMF)*, Julio de 2012 [en línea]. Disponible en <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Seminarios/2012/curso-sistemas-de-pagos/sp-2012-roca.pdf> [consulta: 22 de enero de 2014].

ROJAS, DAVID y J. L. ABREU, “Mercado de futuros, alternativa de protección de precios para los industriales transformadores del grano de trigo en México”, en *International Journal of Good Conscience*, volumen 3, n.º 2, septiembre de 2008.

SABOGAL, NICOLÁS, “Las cámaras de riesgo central de contraparte”, en *Revista Odeón* n.º 4, Universidad Externado de Colombia, 2004.

VILARIÑO SANZ, ÁNGEL; JORGE PÉREZ RAMÍREZ y FERNANDO GARCÍA MARTÍNEZ, *Derivados. Valor razonable y contabilidad. Teoría y casos prácticos*, Madrid, Pearson Educación, 2008.

Legislación

Código Civil colombiano.

Código de Comercio colombiano.

Constitución Política de Colombia.

Decreto 2555 de 2010, Colombia.

Ley 6385 de 1976, Brasil.

Ley 964 de 2005, Colombia.

Ley 1116 de 2006, Colombia.

Ley 1676 de 2013, Colombia.

Ley del mercado de valores de México de 2005.

Ley del sistema de pagos de México de 2002.

Ley española del mercado de valores, Ley 24 de 1988.

Real Decreto 1282 de 2010, España.

Reglamento Interno de Asigna.

Reglamento Interno de Mexder.

Páginas virtuales

Asigna. Disponible en http://www.mexder.com.mx/wb3/wb/MEX/camara_compensacion

CME, antes CBOT: <http://www.cmegroup.com/company/visit/files/visitor-center-brochure-spanish.pdf> y <http://www.cmegroup.com/company/history/timeline-of-achievements.html>

<http://eur-lex.europa.eu>

<http://handbook.fiabnet.org/bmfbovespa/>

<http://ir.bmfbovespa.com.br/static/enu/perfil-historico.asp?idioma=enu>

www.clearingcorp.com/about/our-history.html

www.merriam-webster.com

www.mexder.com.mx

PARTE TERCERA

CAPÍTULO ÚNICO

OFRECIMIENTO TRANSFRONTERIZO DE PRODUCTOS Y SERVICIOS DEL MERCADO DE VALORES*

PILAR CABRERA PORTILLA**

ALBERTO BOADA ORTIZ***

1. DESDE LA PERSPECTIVA DE LOS TRATADOS DE LIBRE COMERCIO

La prestación transfronteriza de servicios financieros reconocidos tanto para la actividad de intermediación financiera propiamente dicha como para la oferta de productos en los mercados de valores no es extraña en el mundo y por supuesto tampoco lo es en Colombia, a partir de la globalización de la economía y de la integración, en muchos casos, de los mismos mercados financieros en bloques de países o regiones que con el propósito de volverse más competitivos en el ámbito internacional se agrupan para actuar como un sujeto, compuesto en su interior por varias partes en aras de una mayor profundización y de esa forma una maximización en las posturas internacionales.

A) Acuerdos internacionales en materia de servicios

Colombia no solo ha adherido a acuerdos generales como el Acuerdo General sobre el Comercio de Servicios (AGCS¹) de la Organización

* Para citar este libro: <http://dx.doi.org/10.15425/2017.269>

** Pilar Cabrera Portilla es abogada de la Pontificia Universidad Javeriana, especialista en Derecho de los Negocios de la Universidad Externado de Colombia y especialista en Derecho Constitucional de Universidad Nacional de Colombia. Actualmente se desempeña como directora de Regulación en Bancolombia.

*** Alberto Boada Ortiz es abogado de la Pontificia Universidad Javeriana, especialista en Derecho de Empresa de la Universidad de Navarra, especialista en contratos internacionales de la Universidad de los Andes y máster en Regulación Bancaria y de Valores (LL. MM.) de Boston University.

¹ El Acuerdo General Sobre el Comercio de Servicios es uno de los acuerdos más importantes de la Organización Mundial del Comercio. Entró en vigor en enero de

Mundial del Comercio, sino que es parte de varios acuerdos o tratados² negociados en materia de servicios en general, y dentro de ellos de servicios financieros, tanto en el campo bilateral como al amparo de tratados multilaterales, como los de la Comunidad Andina de Naciones, el G-3³ y más recientemente el Acuerdo de la Alianza del Pacífico. Las listas de compromisos adquiridos o las reservas realizadas a ellos, según el modelo utilizado en cada negociación se caracterizan, por un lado, porque son bastante liberales en la medida en que la propia legislación local no prevé tratos diferenciados con los extranjeros ni barreras de acceso diferentes a las prudenciales que se aplican a todos los sujetos que quieran prestar un servicio financiero, y, por otro lado, no dicen mucho respecto del estímulo que su inclusión implica para el desarrollo del mercado de valores local.

De hecho, las reservas más importantes que se han planteado en las negociaciones se relacionan con la posibilidad de incluir medidas de salvaguardia a los pagos y movimientos de capital que en determinado

1995 y es el primer y único conjunto de normas multilaterales que abarca el comercio internacional de servicios (Colombia lo incorporó a la legislación local mediante la Ley 170 de diciembre 15 de 1994, “Por medio de la cual se aprueba el acuerdo por el cual se establece la Organización Mundial de Comercio [OMC], suscrito en Marrakech [Marruecos] el 15 de abril de 1994, sus acuerdos multilaterales anexos...”). Tiene dos partes: el acuerdo principal que contiene las normas y disciplinas generales, y las “listas” nacionales en las que figuran los compromisos concretos de cada país con respecto al acceso de los proveedores extranjeros a sus mercados internos.

² La Convención de Viena sobre el Derecho de los Tratados, define los tratados como los acuerdos internacionales celebrados por escrito entre estados y organizaciones internacionales regidos por el derecho internacional, que constan en un instrumento único o en dos o más instrumentos conexos, cualquiera sea su denominación particular. Sin embargo dada la forma en que se adoptan las decisiones internacionalmente la Corte Constitucional ha considerado importante (sentencia C369/2002, auto 288/ 2010, entre otros) señalar que “La diferencia entre tratados solemnes y acuerdos simplificados radica esencialmente en la forma como se perfecciona el convenio y expresa el consentimiento, pues mientras en los tratados solemnes su ‘perfeccionamiento exige un acto de ratificación autorizada por el Parlamento, la intervención en su proceso formativo del Jefe de Estado como órgano supremo de las relaciones internacionales, y el intercambio o depósito de los instrumentos de ratificación’, los acuerdos de forma simplificada ‘obligan en virtud de un acto distinto a la ratificación, manifestándose mediante la autenticación del texto del acuerdo o por un acto posterior a la autenticación, distinto de la ratificación, como la aprobación, la notificación, la aceptación o la adhesión’”.

³ Negociado entre Venezuela, Colombia y México, suscrito en Cartagena de Indias el 13 de junio de 1994 y el Protocolo modificadorio el 11 de junio de 2010. Ley aprobatoria 172 del mismo año.

momento causen o amenacen causar dificultades en el funcionamiento de la política cambiaria o política monetaria en Colombia. En tal sentido, Colombia ha acordado de manera generalizada que en caso de tener que adoptar medidas de este tipo, estas no excederían de un año, aunque pueden mantenerse más allá de dicho plazo por razones justificadas, cuando ello sea necesario para superar las circunstancias excepcionales que llevaron a su aplicación⁴.

Con el fin de ilustrar el alcance de los acuerdos logrados en materia de servicios financieros, de manera general puede señalarse que a partir del modelo del AGCS⁵ se distinguen cuatro modos de suministro de servicios entre dos partes miembros de acuerdo, a saber:

- El modo I, denominado “comercio transfronterizo”, abarca por definición las corrientes de servicios del territorio de un miembro al territorio de otro miembro (por ejemplo, los servicios bancarios prestados a través del sistema de telecomunicaciones o de correo o la prestación acordada entre países miembros de un bloque);
- El modo II, denominado “consumo en el extranjero”, se refiere a las situaciones en que un consumidor de servicios se desplaza al territorio de otro miembro para obtener un servicio (es el caso de la apertura de cuentas o la adquisición de seguros que realizan los sujetos de un miembro en otro país, de manera directa o presencial, en el otro país);
- El modo III, denominado “presencia comercial”, implica que un proveedor de servicios de un miembro se establece presencialmente en el territorio de otro miembro, mediante la adquisición en propiedad o arrendamiento de locales (por ejemplo, filiales nacionales de bancos o compañías de seguros del extranjero que se establecen en un país bajo los requerimientos normativos de este, u oficinas de representación de una entidad financiera o de valores del exterior, que se establecen en otro país miembro), con el fin de suministrar un servicio;
- El modo IV, denominado “presencia de personas físicas”, consiste en el desplazamiento de personas de un miembro al territorio de otro miembro para prestar un servicio (por ejemplo, médicos, profesores o para el caso, las personas que ofrecen servicios financieros

⁴ TLC Colombia-Unión Europea, Acuerdo Principal, artículo 170 - Medidas de Salvaguardia.

⁵ Organización Mundial de Comercio, *El acuerdo general sobre el comercio de servicios (AGCS): objetivos, alcance y disciplinas* [en línea]. Disponible en http://www.wto.org/spanish/tratop_s/serv_s/gatsqa_s.htm [consultado el 3 de marzo de 2012].

[de maletín]). Esta forma de prestación se trata generalmente en los anexos sobre el movimiento de personas físicas, no obstante, que los miembros siguen siendo libres de aplicar medidas relativas a la ciudadanía, la residencia o el acceso al mercado de trabajo con carácter permanente.

A su vez, los compromisos u obligaciones que se derivan de los acuerdos también toman en la mayoría de los casos la referencia del modelo del GATS/AGCS. De esas obligaciones se desprenden dos grandes categorías: (1) las generales aplicables de forma directa y automática a todos los miembros y sectores de servicios y (2) los compromisos específicos en materia de acceso a los mercados y de trato nacional en determinados sectores como el financiero. Dichos compromisos se recogen en listas que elabora cada país, cuyo alcance puede variar según las partes de un acuerdo.

Se establecen como obligaciones generales:

- El trato de la nación más favorecida: de conformidad con el cual cada miembro debe otorgar inmediata e incondicionalmente a los servicios y a los proveedores de servicios de cualquier otro miembro “un trato no menos favorable que el que conceda a los servicios similares y a los proveedores de servicios similares de cualquier otro país”. Esta disposición equivale a una prohibición, en principio, de acuerdos preferenciales entre grupos de miembros, en determinados sectores o de disposiciones de reciprocidad que limiten los beneficios de la adhesión a los interlocutores comerciales que otorgan un trato similar. Se pueden establecer excepciones al principio de la nación más favorecida, en forma de exenciones de las obligaciones de manera concreta. En el AGCS, por ejemplo, se permitió que los miembros solicitaran esas exenciones antes de que entrara en vigor el acuerdo y se determinó que solo podrían concederse nuevas exenciones a los nuevos miembros, en el momento de su adhesión, o, para los miembros actuales, mediante la concesión de una exención al amparo del párrafo 3 del artículo IX del Acuerdo sobre la OMC. Todas las exenciones están sujetas a examen y en principio no deben exceder de un plazo de diez años. Además, el AGCS permite a grupos de miembros la adhesión a acuerdos de integración económica o el reconocimiento mutuo de normas de reglamentación, certificados y similares, si reúnen ciertas condiciones.
- Transparencia: los miembros del AGCS están obligados, entre otras cosas, a publicar todas las medidas de aplicación general y establecer

servicios nacionales de información, que respondan a las peticiones de información formuladas por otros miembros.

- Otras obligaciones de aplicación general son el establecimiento de procedimientos de revisión administrativa y de recurso y de disciplinas aplicables a las actividades de monopolios y proveedores exclusivos.

Los compromisos específicos incluyen:

- Acceso a los mercados: suele negociarse por sectores específicos y sujetarse a varios tipos de limitaciones. Por ejemplo, el número de proveedores de servicios, de operaciones o de personas empleadas en un sector; el valor de las transacciones; la forma jurídica que debe adoptar el proveedor del servicio; o la participación de capital extranjero.
- Trato nacional: conlleva la no aplicación de medidas discriminatorias que beneficien los servicios nacionales o a los proveedores nacionales de servicios. La prescripción fundamental es que un miembro no puede adoptar medidas que modifiquen, de hecho o de derecho, las condiciones de competencia a favor de su propio sector. Así mismo, la concesión del trato nacional, en un sector determinado, puede supeditarse a determinados requisitos y estar sujeta a ciertas salvedades.

Los miembros pueden realizar las adaptaciones que consideren necesarias en lo que respecta al alcance sectorial y el contenido sustantivo de dichos compromisos. En consecuencia, los compromisos tienden a reflejar los objetivos y limitaciones de la política nacional, tanto de manera general como en sectores concretos. En tanto algunos miembros únicamente han consignado un escaso número de servicios, otros han asumido disciplinas de acceso a los mercados y de trato nacional en más de 120 sectores de un total de cerca de 160 servicios.

La existencia de compromisos específicos impone otras obligaciones relativas, entre las cuales se tienen la notificación de nuevas medidas que tengan repercusiones considerables sobre el comercio y la no imposición de restricciones a los pagos y transferencias internacionales.

Colombia, en su papel negociador e integrador de mercados, se ha mantenido dentro del marco del modelo del AGCS y los principios de negociación adoptados, aunque similares en casi todos los acuerdos, y ha mantenido una línea de política clara en el sentido de subordinarse y respetar siempre los compromisos específicos y las obligaciones

generales antes señaladas. No obstante, el alcance de los acuerdos se ha centrado fundamentalmente en profundizar el modo III de prestación de servicios, es decir el de presencia comercial, donde la parte interesada en ofrecer un servicio financiero en el otro país miembro debe cumplir con los requisitos exigidos por el país receptor del servicio para ofrecerlo y desarrollarlo, bajo las condiciones del acuerdo⁶. Tratándose de los otros modos de prestación, se destaca el reconocimiento de comercio transfronterizo para el ofrecimiento de algunos tipos de seguros —generalmente asociados a operaciones transnacionales como los seguros marítimos— en el modo I. El modo II no resulta de mayor interés para el sector financiero en la medida en que implica la prestación de un servicio solicitado en un país de manera directa por los extranjeros, y finalmente el modo IV es mucho más complejo en la medida en que implica la posibilidad de la prestación de determinados servicios sin respaldos institucionales ni garantías para los receptores de los servicios diferentes a aquellas que ofrezcan los individuos que se desplazan para ofrecer un producto o servicio. A este respecto, Colombia, siguiendo a sus pares en los acuerdos, no ha negociado la apertura de ese modo en lo que hace a servicios financieros.

Con fundamento en cláusulas generales del tipo de las señaladas, Colombia dio importantes pasos en la negociación de acuerdos, comenzando con lo negociado con Estados Unidos, donde por encima de la regulación local aceptó la prestación de algunos servicios financieros a través de sucursales, bajo el cumplimiento de ciertos requisitos en el sector bancario y de seguros, flexibilizando los requisitos de entrada a los extranjeros interesados en prestar sus servicios en Colombia. Dicha cláusula fue incorporada también en los acuerdos con Canadá, la Unión Europea y los países que no hacen parte de dicha Unión —Asociación Europea de Libre Cambio (EFTA, por su sigla en inglés [European Free Trade Association]) (Islandia, Liechtenstein, Noruega y Suiza), entre otros.

B) *Acuerdos internacionales para la protección de las inversiones*

En paralelo a los procesos de negociación en materia de servicios, desde 1992 el Gobierno Nacional, dentro de la estrategia de promoción de la inversión extranjera en el país, inició la negociación de

⁶ Mediante la Ley 1328 de 2009, título VII, arts. 61 a 65, dichas previsiones fueron incorporadas a la regulación financiera local, entrando en vigencia a partir del mes de julio del año 2013.

acuerdos bilaterales de inversión extranjera en los que se prevén elementos críticos de protección a los derechos cambiarios de los inversionistas extranjeros⁷.

Esos elementos críticos de protección legal se resumen en:

a) *Ámbito de aplicación del tratado*. Dentro de los conceptos de inversión extranjera sujetos a protección, la regulación colombiana excluye las sumas reintegradas como préstamos del concepto de inversión extranjera, con el propósito de conservar un margen de regulación en los flujos asociados a deuda y los capitales especulativos.

Además, se estableció como criterio que las operaciones de crédito público, entendidas como aquellas celebradas por la Nación y las entidades territoriales, se excluyan de la definición de inversión⁸.

b) *Trato nacional y cláusula de la nación más favorecida*. Conforme a la estructura de regulación planteada en el estatuto de inversiones internacionales, el Estado se reserva la facultad de establecer los términos y condiciones para el acceso al país de los inversionistas extranjeros, y una vez se han establecido, les otorga trato nacional y regulación no discriminatoria frente a inversionistas de otros países que hayan suscrito con Colombia acuerdos de protección de inversiones. En la práctica ello implica que los términos y condiciones de regulación de las inversiones se mantienen en la órbita de la regulación interna y no en el tratado mismo, como sucede en los acuerdos de libre comercio.

Por ejemplo, en el acuerdo de protección de inversiones con la República del Perú aprobado mediante Ley 279 de 1996 se prevé que⁹ (1) las partes contratantes otorgarán en su territorio a las inversiones o a las ganancias de nacionales o empresas de la otra parte contratante un trato no menos favorable que aquel que conceden a las inversiones o a las ganancias de sus propios nacionales o empresas o a las inversiones o a las ganancias de nacionales o empresas de cualquier tercer estado; y (2) las partes contratantes otorgarán en su territorio a los nacionales o empresas de la otra parte contratante en lo que se refiere a la administración, mantenimiento, uso, usufructo, o enajenación de inversiones, un trato no menos favorable que aquel que conceden a sus propios nacionales o empresas o a los nacionales o empresas de cualquier tercer estado.

⁷ Documento Conpes 2969 DNP /1997.

⁸ Documento Conpes 3197 - DNP/2002.

⁹ Ley 279 de 1996, artículo 4.

c) *Transferencia de capitales*. Acorde con lo previsto en el Acuerdo del Fondo Monetario Internacional, los países tienen el derecho de establecer restricciones al flujo de la cuenta de capitales¹⁰. El propósito de estas cláusulas es regular las facultades internas de los países de manera que los estados se comprometan a establecer restricciones: (1) dentro de un periodo limitado; (2) mediante medidas no discriminatorias y de buena fe; (3) de manera equitativa; y (4) en casos excepcionales y por crisis de la balanza de pagos.

Por ejemplo, en el Convenio entre el Gobierno de la República de Colombia y el Gobierno de la República del Perú sobre promoción y protección recíproca de inversiones, en relación con la repatriación de inversiones se prevé que: (1) cada parte contratante garantizará a los nacionales o empresas de la otra Parte Contratante la libre transferencia de los pagos relacionados con una inversión; (2) la transferencia se efectuará en moneda libremente convertible, a la tasa de cambio de mercado aplicable el día de la transferencia, y sin restricción o demora; y (3) las partes contratantes podrán establecer restricciones a la libre transferencia de los pagos relacionados con una inversión en caso de dificultades graves de sus balanzas de pagos. En todo caso, dicha facultad se ejercerá por un periodo limitado, de manera equitativa, de buena fe y no discriminatoria.

Por su parte, el Acuerdo bilateral de protección de inversiones con España aprobado por la Ley 437 de 1998¹¹ dispone en el artículo VII que (1) cada parte contratante garantizará a los inversionistas de la otra parte contratante, con respecto a las inversiones realizadas en su territorio, la libre transferencia de los pagos relacionados con ellas; (2) la parte contratante receptora de la inversión no establecerá medidas discriminatorias para el acceso al mercado cambiario ni para la adquisición de las divisas necesarias para realizar las transferencias; (3) las transferencias se realizarán en divisas libremente convertibles y se harán a la tasa de cambio aplicable el día de la transferencia, conforme a las regulaciones cambiarias vigentes; y (4) en circunstancias de dificultades excepcionales de balanza de pagos cada parte contratante tendrá derecho, por un periodo limitado de tiempo, a ejercer en forma equitativa, no discriminatoria y de buena fe, los poderes conferidos

¹⁰ Fondo Monetario Internacional (FMI), Estatutos, artículo 6.

¹¹ *Diario Oficial* año CXXXIII, n.º 43241. 19, enero, 1998, p. 11. Ley 437 de 1998 (febrero 17).

por sus leyes y procedimientos para la libre transferencia de las inversiones y rendimientos.

d) *Solución de controversias*. Los acuerdos permiten a las partes acudir a mecanismos de arbitraje como medio de solución de controversias entre el inversionista y el Estado. Desde 1996 Colombia hace parte del Centro Internacional para la Solución de Controversias Relativas a Inversión (CIADI).

Los avances y compromisos hasta aquí enunciados como referencia de lo que han constituido las negociaciones en materia de servicios financieros e inversión extranjera, sin embargo, no parecerían ser la base del desarrollo ni de la profundización de los mercados de valores locales, ni de la potencialización con mercados extranjeros, excepción hecha de algunos avances en materia de prestación de servicios de tecnología que operan en el mundo globalizado, facilitando el cierre y liquidación de operaciones en el ámbito transnacional.

El desarrollo logrado, tanto a nivel horizontal —de pares—, como vertical entre las partes dentro la cadena de las operaciones celebradas sobre valores con contrapartes ubicadas en el exterior, ha respondido más a los avances de los propios agentes del mercado e intereses de los inversionistas y, acorde con ello, a la regulación interna aplicable a los servicios financieros en general, que habiéndose caracterizado por mucho tiempo por mantener un sesgo proteccionista, en la última década, principalmente, ha ido abriendo espacios de participación tanto a los agentes locales en mercados internacionales como a algunos modos de prestación de estos servicios en el país. Tal es el caso del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) y más recientemente la integración regional denominada “Alianza del Pacífico”, conformada por Colombia, Chile, México y Perú.

2. DESARROLLO DEL COMERCIO TRANSFRONTERIZO DE SERVICIOS Y PRODUCTOS EXTRANJEROS

En esta sección se desarrolla la concepción y evolución del comercio transfronterizo de servicios relacionados con el mercado de valores en Colombia desde dos perspectivas, a saber: (A) el régimen cambiario y de inversión extranjera que se ha desarrollado en cuatro fases, así: (1) modelo 1989, (2) modelo 1991 a 2010, (3) modelo 2011/2016 y (4) modelo 2017 (Decreto 119 de 2017); y (B) la regulación financiera aplicable a las operaciones transnacionales del mercado de valores,

examinada desde dos puntos de vista: (a) el ofrecimiento de productos y servicios del exterior en el mercado local y viceversa, y (b) el acceso y prestación de servicios y productos del mercado de valores del exterior.

A) Régimen cambiario y de inversión extranjera

a) *Inversión extranjera - Modelo 1989*. Teniendo en cuenta el consenso de los economistas según el cual la libertad de comercio de bienes ha sido un factor fundamental para el crecimiento económico, se adoptó a finales de los años ochenta la misma visión relativa a flujo de capitales entre los países. De manera general, los promotores de la liberalización de capitales argumentaban como ventajas de dicho modelo: (1) el acceso a la financiación a bajos costos; (2) la diversificación entre activos y pasivos entre los países; y (3) la transferencia de tecnología.

Actualmente la discusión sobre la liberalización de los flujos de capitales enfatiza que no necesariamente los mismos argumentos que se aplican al libre comercio son aplicables a la liberalización de capitales¹², y los estudios empíricos no muestran evidencias contundentes relativas a las ventajas de la inversión extranjera¹³.

Así es como en el presente hay un vivo debate académico en el que se argumentan las diferencias relativas a los flujos concernientes a inversión extranjera directa como conducto de transferencia tecnológica y conocimiento empresarial versus los flujos de inversión extranjera de carácter financiero o portafolio. Estudios de Rodrik¹⁴ indican que la apertura no implica mayor crecimiento económico. Para Gochoco-Bautista¹⁵ los beneficios de la liberalización del flujo de capitales requieren una serie específica de condiciones para que implique una

¹² Jagdish Bhagwati, “The capital myth: The difference between trade in widgets and dollars”, en *Foreign Affairs*, volumen 77, tema 3, mayo-junio.

¹³ Carlos Arteta, Barry Eichengreen y Charles Wyplosz, “When does capital account liberalization help more than it hurts?”, en *National Bureau of Economic Research*, working paper n.º 8414, 2001.

¹⁴ Dani Rodrik, “Who needs capital account convertibility?” [en línea]. Disponible en <http://drodrik.scholar.harvard.edu/publications/who-needs-capital-account-convertibility> [consulta: 4 de mayo de 2016], Harvard University, 1998.

¹⁵ María Socorro Gochoco-Bautista y otros, *How effective are capital controls in Asia?* [en línea], disponible en <http://www.adb.org/publications/how-effective-are-capital-controls-asia> [consulta: 25 de mayo de 2016], October 2010 (revised 2011) Asian Development Bank.

correlación positiva. Por su parte, Henry¹⁶ (2007) argumenta los efectos positivos de la liberalización de la cuenta de capitales.

En 1989, argumentando la necesidad de profundizar el mercado de capitales local como fuente de financiación de la industria colombiana, mediante la Ley 78 de 1989¹⁷ se autorizó la creación de los fondos de inversión de capital extranjero (FICE) en el país como mecanismos de inversión de capital extranjero en el mercado público de valores colombiano, permitiendo captar recursos fuera del territorio nacional mediante la colocación de cuotas de participación o ingresar al país recursos aportados por inversionistas institucionales extranjeros.

La estructura reguladora básica obedecía a la discusión doctrinal antes mencionada, en la cual se consideraba sospechosa y potencialmente dañina para el mercado de capitales la presencia, pero sobre todo la posibilidad de salidas repentinas de capital extranjero, de manera que se exigía aprobación previa del Estado, permanencia mínima de cinco años y la definición reguladora de la composición del portafolio.

Así, las condiciones previstas comprendían:

- Fondos comunes organizados en el país o en el exterior para inversión en el mercado público de valores.
- Aprobación previa del Estado/Departamento Nacional de Planeación (DNP) previo concepto de la Comisión Nacional de Valores (hoy Superintendencia Financiera de Colombia).
- Términos y condiciones de la inversión regulados por el Consejo Nacional de Política Económica y Social (Conpes).
- Administración de los fondos ejercida por entidades financieras o sociedades fiduciarias vigiladas por la Superintendencia Bancaria (hoy Superintendencia Financiera de Colombia).
- Restricciones: (1) el capital extranjero aportado por los fondos para invertirlo en Colombia no podía reembolsarse antes de cinco años, contados a partir de la fecha de venta de las divisas al Banco de la República; (2) las inversiones no podían exceder, directa o indirectamente, del 5% del capital social con derecho a voto de un mismo emisor; (3) la inversión en instrumentos emitidos o garantizados por un mismo emisor no podía superar el 10% del activo invertido

¹⁶ Peter Blair Henry, “Capital Account Liberalization: Theory, evidence, and speculation”, en *National Beureau of Economic Research*, working paper n.º 12698, noviembre de 2006.

¹⁷ Artículos 30 a 33 – De la creación de los fondos de inversión.

por cada fondo en Colombia; (4) al final del primer año de funcionamiento, cada fondo debería tener a lo menos un 20% de su activo en acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones en circulación de sociedades anónimas colombianas y después del tercero a lo menos el 60%; y (5) los fondos no podían, en conjunto, poseer directa o indirectamente, más del 25% de las acciones emitidas por una misma sociedad anónima.

Mediante documento DNP-2499-DIEX de 1990 se reglamentaron los FICE de manera que cada fondo era una entidad emisora en la que cada acción era una propiedad fraccional de un colectivo de activos (patrimonio autónomo) representado por valores. Estos fondos fueron concebidos cerrados (*closed end*), de manera que no podían recomprarse las cuotas antes de su maduración evitando la aparición de capitales “golondrina”.

b) *Inversión extranjera - Modelo 1991-2010*. Dentro del marco de las reformas diseñadas para la apertura económica en el plan de desarrollo “la Revolución Pacífica”¹⁸, se proyectaron reformas al mercado de capitales con el ánimo de estimular la oferta y la demanda de acciones y, en particular, las bolsas de valores como complemento de las inversiones extranjeras directas en un entorno de un mercado estancado.

Así, mediante la Ley 9 de 1991 se estableció el nuevo marco de regulación de los cambios internacionales, otorgándole plenos poderes al Gobierno Nacional a través del Conpes¹⁹ para establecer los términos y condiciones aplicables a la inversión extranjera directa.

Desde el punto de vista estructural, si bien se mantiene el principio de regulación en el Gobierno Nacional, el nuevo contexto previsto en el artículo 15²⁰ de la citada ley buscaba aplicar los principios de igualdad en trato, universalidad y automaticidad²¹.

¹⁸ Plan Nacional de Desarrollo, *Plan Nacional de Desarrollo Económico y Social, la Revolución Pacífica (1990-1994) - Cambios estructurales - Mercado de capitales* [en línea]. Disponible en https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/PND/Gaviria_Prologo.pdf [consulta: 4 de mayo de 2016].

¹⁹ La expedición de la regulación por parte del Conpes fue declarada inexecutable por parte de la Corte Constitucional mediante la sentencia C-455 de 1993.

²⁰ “Artículo 15. El régimen general de la inversión de capitales del exterior en el país y de las inversiones colombianas en el exterior será fijado por el Gobierno Nacional. En desarrollo de esta función se señalarán las modalidades, la destinación, forma de aprobación y las condiciones generales de esas inversiones.”

²¹ Véase el Documento DNP-2508-DIEX/enero 22 de 1991.

Bajo dicha ordenación se emitió la mayor parte de lo que después fue el Estatuto de Inversiones Internacionales contenido en el Decreto 2080 de 2000. Este estatuto preveía una modificación a la concepción de los fondos de capital extranjero, eliminando la autorización previa del DNP y estableciendo otros mecanismos que permitían la participación de los extranjeros en el mercado de valores colombiano.

En general, define de manera detallada el régimen de la inversión de capitales del exterior en el país, señalando las modalidades, destinación, forma de aprobación y condiciones generales de esas inversiones. La estructura de los fondos contenía las siguientes características:

- Concepto. Los fondos de inversión de capital extranjero son patrimonios organizados bajo cualquier modalidad, en Colombia o en el extranjero, con recursos aportados por una o más entidades o personas naturales o jurídicas extranjeras, con el propósito de realizar inversiones en el mercado público de valores.
- Administrador local. Los fondos de capital del exterior requieren un administrador local en cabeza de las sociedades fiduciarias o comisionistas de bolsa.
- Registro. La inversión de portafolio debía registrarse en cabeza de la persona extranjera, en el caso de fondos individuales, y en cabeza del fondo mismo, en el caso de fondos institucionales.
- Derechos cambiarios. La transferencia al exterior de las utilidades netas correspondientes a las inversiones de portafolio podía hacerse por periodos inferiores a un año.
- Autorización previa. Los fondos institucionales podían realizar inversiones en Colombia previo concepto favorable de la Comisión Nacional de Valores (hoy Superintendencia Financiera de Colombia) y aprobación del reglamento de operación del Fondo en Colombia.

Restricciones:

- Toda inversión de portafolio debía permanecer por un período mínimo de un año, contado a partir de la fecha de la venta de las divisas.
- Los fondos de inversión de capital del exterior no podían poseer el 10% o más del número de acciones con derecho a voto en circulación de una sociedad²².

²² Cuando una misma sociedad administre varios fondos de inversión de capital extranjero, el conjunto de dichos fondos no podrá poseer directa o indirectamente el 10% o más del número de acciones con derecho a voto en circulación de una sociedad.

- Los administradores no podían obtener créditos para la realización de las operaciones del fondo administrado. Los fondos solo podían tener pasivos en Colombia provenientes de la liquidación de operaciones dentro de los plazos habituales en el mercado, comisiones y gastos, remuneración por administración y pago a plazos de valores.
- Tenían un régimen de inversiones limitado a determinados tipos de especies. Así, por ejemplo, los fondos individuales solo estaban autorizados a invertir en acciones o bonos convertibles en acciones emitidos por toda clase de sociedades y en otros títulos de contenido crediticio con plazo igual o superior a un año. Los fondos institucionales, por su parte, podían invertir en títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores y negociarse a través de mecanismos bursátiles²³. No podían invertir en los títulos emitidos o garantizados por el Banco de la República y cualquier otro título que se emitiera con el propósito de desarrollar operaciones en el mercado monetario.
- Controles. Los administradores debían enviar al Banco de la República y a la Comisión Nacional de Valores (hoy Superintendencia Financiera de Colombia) los estados financieros del fondo. Igualmente debían remitir la lista de los valores que integraban el fondo, de sus cotizaciones y valorizaciones, a la Comisión Nacional de Valores.
- Ley y jurisdicción aplicables. Las operaciones de un fondo en Colombia se encontraban sujetas a la legislación colombiana y la jurisdicción de los tribunales establecidos en el país. En consecuencia, las operaciones del fondo institucional en el exterior no se encontraban sujetas a la ley colombiana.

a') *Títulos representativos de acciones – Regla 144a/ADR-GDR*. Con ocasión de la reforma introducida a la ley de valores en los Estados Unidos (Securities Act de 1933) mediante la regla 144A²⁴, promovida para inducir a las compañías extranjeras a realizar emisiones de valo-

²³ Cuando se trate de inversiones en documentos o valores emitidos o garantizados por instituciones financieras vigiladas por la Superintendencia Bancaria, que no tengan el carácter de acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones, dichas inversiones no podrán exceder el 20% del total de la inversión registrada.

²⁴ La regla introduce unos requisitos especiales de registro previstos en la ley de valores de los Estados Unidos (Securities Act of 1933) para ciertas ventas privadas de mínimo \$500.000 unidades de valores especialmente designados a compradores institucionales (QIBs-qualified institutional buyers), que son generalmente inversionistas institucionales con activos de inversión de por lo menos USD \$100 millones. Véase el tomo II, capítulo II, de esta misma obra, sobre la “oferta privada de valores”.

res en su jurisdicción, y simultáneamente facilitar a éstas el acceso al capital evitando los onerosos requisitos en regulación requeridos por la ley para la emisión primaria en el mercado de valores, en especial sin la necesidad de registro ante la autoridad de valores (Securities and Exchange Commission [SEC]) y cumplir con los consiguientes requisitos de reporte, se reconoció que la inversión en acciones colombianas representadas en unidades o certificados de depósito de acciones constituyen inversión extranjera de portafolio²⁵.

Se entendió así autorizada la emisión de *American depositary receipts* (ADR) y *global depositary receipts* (GDR), como títulos o certificados de depósito emitidos en un país distinto al del emisor del ADR o GDR que representan acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones. Son ADR si son colocados en el mercado de Estados Unidos, y GDR si son colocados en mercados extranjeros distintos de los de Estados Unidos. En ambos casos, su principal característica radica en que permiten realizar inversiones en jurisdicciones distintas sin considerar las regulaciones cambiarias y tributarias del país de origen del emisor.

Conforme a lo anterior, ser titular de un ADR o GDR es equivalente a ser titular del número de acciones o bonos convertibles en acciones representados en un certificado de participación de fondos constituidos por fiducia mercantil o encargo fiduciario, cuyo patrimonio está representando por acciones o bonos²⁶. La emisión de dichas unidades o certificados de participación solo requería el concepto previo favorable de la Comisión Nacional de Valores (hoy Superintendencia Financiera de Colombia) y el registro de la operación por parte del administrador local ante el Banco de la República²⁷.

Las condiciones de autorización de los fondos así como las inversiones autorizadas fueron sujetas a normas de simplificación, como la autorización automática y unificación de inversiones en los decretos 1295 de 1996²⁸, 1894 de 1998 y 241 de 1999, manteniendo en todo caso la estructura reguladora del fondo de inversiones de capital de portafolio.

²⁵ Mihir A. Desai, *Cross-Border Listings and Depositary Receipts* [en línea]. Disponible en <http://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=30818> [consulta: 4 de mayo de 2016]. Harvard Business School Background Note 204-022, enero de 2004.

²⁶ Resolución Conpes 51/1991, artículo 54.

²⁷ Decreto 2012/1994, artículo 5.º, parágrafo 1.º.

²⁸ Documento Conpes 2856 DNP: UDE-DIEX 1996.

b') *Contratos de estabilidad jurídica*. Mediante la Ley 963 de 2005²⁹, con el fin de promover inversiones nuevas y de ampliar las existentes en el territorio nacional, el Estado colombiano fue autorizado a celebrar contratos de estabilidad jurídica. Con estos contratos se buscaba garantizar a los inversionistas que los suscribieran que si durante su vigencia se modifica en forma adversa a ellos alguna de las normas que haya sido identificada en los contratos como determinante de la inversión, los inversionistas tuvieran derecho a que se les continuaran aplicando dichas normas por el término de duración del contrato respectivo.

Según el artículo 2.º de la citada ley, se excluyen de manera expresa las inversiones extranjeras de portafolio. En la sentencia C-242 de 2006, la Corte Constitucional señaló que la diferenciación prevista en la ley para ciertos inversionistas se encuentra justificada constitucionalmente y no vulnera el derecho a la igualdad, en cuanto a las actividades económicas que cubre y los destinatarios de esas medidas de estabilidad jurídica. El mismo aspecto fue revisado por la sentencia C-320 de 2006 y el asunto hizo tránsito a cosa juzgada constitucional.

c) *Modelo 2010-2016*. En desarrollo de la estrategia de profundización del mercado de valores se expidió el Decreto 4800 de 2010, modificando de manera estructural la regulación de los fondos de capital extranjero. La nueva estructura estableció lo siguiente:

a') *Concepto*. A diferencia de la estructura de 1991, constituyen inversión extranjera de portafolio cualquier inversión de capital del exterior en valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE), las participaciones en carteras colectivas, así como en valores enlistados en los sistemas de cotización de valores del extranjero. De esta forma, se hizo viable la participación de inversionistas del exterior en cualquier producto autorizado a los intermediarios del mercado local, bajo la modalidad de inversión de portafolio.

Así mismo, se considera inversionista de capital del exterior a toda persona natural o jurídica, o patrimonio autónomo, titular de una inversión extranjera de portafolio.

b') *Administrador local*. Los fondos de capital del exterior siguen requiriendo de un administrador local. Sin embargo, estos administradores

²⁹ *Diario Oficial* año CXLI, n.º 45963. 8 de julio, 2005, p. 34. [Nota del editor: La Ley 963 de 2005 fue modificada por la Ley 1450 de 2011, y derogada por la Ley 1607 de 2012, artículo 166, en cuyo parágrafo 2.º se dispuso que los contratos de estabilidad jurídica en ejecución a la fecha de la promulgación de dicha ley continuarán su curso en los precisos términos acordados en el contrato hasta su terminación.]

pueden ser sociedades administradoras de inversión, sociedades fiduciarias o sociedades comisionistas de bolsa.

c') *Registro*. La inversión de portafolio mantiene el registro a nombre del inversionista extranjero. La nueva regulación elimina las distinciones relativas a fondos individuales e institucionales. En general, las inversiones de portafolio en divisas deben registrarse con la presentación de la declaración de cambio correspondiente a su canalización a través del mercado cambiario.

Cuando se trate de operaciones transnacionales realizadas en desarrollo de acuerdos de integración de bolsas de valores de que trata el capítulo segundo del título sexto del libro quince de la parte segunda del Decreto 2555 de 2010, los depósitos centralizados de valores locales son los que deben cumplir con las obligaciones de registro o información que sean del caso, de conformidad con lo exigido por el Banco de la República y la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC)³⁰.

d') *Derechos cambiarios*. La transferencia al exterior de las utilidades netas correspondientes a las inversiones de portafolio puede hacerse por períodos inferiores a un año.

e') *Autorización previa*. Comoquiera que las inversiones de portafolio no son sino la participación de inversionistas de capital del exterior en productos del mercado de valores local, no se requiere autorización adicional a la prevista para cada producto autorizado a los intermediarios de valores que obran como administradores.

f') *Restricciones*. El nuevo régimen de inversión extranjera no impone restricciones a las inversiones de los fondos. Los administradores están autorizados a realizar todas las inversiones y actividades de gestión de portafolio autorizada a los administradores.

De conformidad con el parágrafo 2 del artículo 7 del Decreto 4800 de 2010, por esta vía se pueden realizar las operaciones del mercado monetario a las que se refieren los artículos 2.36.3.1.1, 2.36.3.1.2 y 2.36.3.1.3 del Decreto 2555 de 2010, o constituir las garantías que se requieran para el efecto. Igualmente, pueden realizar operaciones con instrumentos financieros derivados y constituir las garantías respectivas, incluidas aquellas requeridas para el cumplimiento de las operaciones aceptadas por una cámara de riesgo central de contraparte, sometida a la inspección y vigilancia de la SFC. Pueden también realizar las actividades y cumplir con las obligaciones a su cargo ante los

³⁰ Decreto 4800/2010, artículo 7.°, parágrafo 1.°.

miembros que participen en la compensación y liquidación y ante tales los esquemas de contrapartida central de conformidad con lo establecido en los respectivos reglamentos. Con este propósito, también están facultados para mantener los recursos necesarios para la liquidación de las operaciones o para la constitución y ajuste de las respectivas garantías en cuentas corrientes, en cuentas de ahorro o en cualquier otro mecanismo que sea autorizado para el efecto por la SFC.

g') *Controles*. Corresponde a la SFC ejercer las funciones de control y vigilancia de los intermediarios autorizados y de los productos dentro del ámbito normal de sus competencias, sin consideración al origen extranjero de los recursos.

h') *Títulos representativos de acciones*. El decreto actualiza las posibilidades de suscripción de activos colombianos en los mercados internacionales de capitales, reconociendo la posibilidad de la suscripción por parte de inversionistas extranjeros de títulos representativos de acciones en carteras colectivas bursátiles extranjeras, denominadas “exchange traded funds” (ETF), y de programas sobre certificados de depósitos negociables representativos de valores, incluido el registro de las operaciones de inversión extranjera necesarias para la constitución y redención de los valores o participaciones emitidos por las mencionadas carteras o por dichos programas.

i') *Controles cambiarios*. De manera general, el régimen de inversión extranjera desde 1991³¹ establece como derecho cambiario la potestad a los inversionistas de capital del exterior para: (1) reinvertir utilidades, o retener en el superávit las utilidades no distribuidas con derecho a giro; (2) capitalizar las sumas con derecho a giro, producto de obligaciones derivadas de la inversión; (3) remitir al exterior en moneda libremente convertible las utilidades netas comprobadas que generen periódicamente sus inversiones con base en los balances de fin de cada ejercicio social o con base en estos y el acto o contrato que rige el aporte cuando se trata de inversión directa, o con base en el cierre de cuentas del administrador local cuando se trate de inversión de portafolio; y (4) remitir al exterior en moneda libremente convertible las sumas recibidas producto de la enajenación de la inversión dentro del país, o de la liquidación de la empresa o portafolio o de la reducción de su capital.

No obstante lo anterior, el Gobierno Nacional conserva las facultades de restricciones aplicables a los flujos de capitales. En el año 2008,

³¹ Decreto 2080 de 2000, artículo 10.

mediante la expedición del Decreto 1888, se decretaron restricciones a la repatriación de capitales provenientes de inversión directa e inversión de portafolio.

En relación con la inversión directa esta debía permanecer por un periodo mínimo de dos años, contados a partir de la fecha de la canalización del mercado cambiario. En consecuencia, la transferencia al exterior de los capitales una vez liquidada la inversión solo podrá hacerse una vez haya transcurrido el plazo indicado. No obstante lo anterior, el decreto preveía la transferencia al exterior de las utilidades netas correspondientes a las inversiones directas podrá hacerse por periodos inferiores a dos años.

Para las inversiones de portafolio de capital del exterior se previó como requisito la constitución, al momento de la canalización, un depósito en el Banco de la República por un monto equivalente al 50% del valor de la inversión. El depósito podrá constituirse en moneda legal liquidada a la “tasa representativa del mercado” vigente a la fecha de su constitución, o en dólares de los Estados Unidos de América. El depósito no es remunerado y el término para su restitución se estableció en seis meses.

Además, el reintegro de capitales para la inversión de portafolio ha sido sujeto a restricciones de permanencia. Por ejemplo, mediante el Decreto 4210 de 2004 se dispuso que la inversión de portafolio debía permanecer por un periodo mínimo de un año, contado a partir de la fecha de la canalización del mercado cambiario. En consecuencia, la transferencia al exterior de los capitales una vez liquidada la inversión solo podía hacerse una vez haya transcurrido el plazo.

d) *Modelo 2017 (Decreto 119 de 2017, incorporado al Decreto Único de Hacienda - Decreto 1068 de 2015)*. Pensando en lograr una mayor inmersión internacional y aumentar la competitividad de Colombia en los mercados extranjeros, se actualiza la regulación de inversiones de capital del exterior y de las inversiones colombianas en el exterior, acorde con los estándares internacionales.

a’) *Concepto*. De manera genérica se eliminan las modalidades de inversión que estaban contenidas en el régimen de inversiones internacionales, pasando a determinarse mediante la definición de unos parámetros referidos a (1) la inversión en activos incorporados taxativamente³², en tanto se realicen o no con ánimo de permanencia

³² Decreto 1068 de 2015, artículo 2.17.2.2.1.2.

(para la inversión directa y de portafolio respectivamente), (2) se trate de activos adquiridos por un no residente a cualquier título y (3) en virtud de un acto, contrato u operación lícita, de tal manera que prime el reconocimiento de la adquisición legítima de la titularidad del activo.

Para el efecto se considera inversión internacional: (a) la inversión de capitales del exterior en el país, por parte de no residentes³³ en Colombia, y (b) las inversiones realizadas por un residente³⁴ del país en el extranjero.

b') *Administrador local*. Se define que la inversión de capitales del exterior de portafolio debe hacerse por medio de un administrador local que actúa como apoderado del inversionista extranjero para los efectos que requiere la ley, entre ellos la realización de los registros de inversión ante la autoridad cambiaria.

Igualmente, se define que pueden tener la calidad de administradores las sociedades comisionistas de bolsa, las sociedades fiduciarias y las sociedades administradoras de inversión, sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera Colombia. Tratándose de las sociedades fiduciarias, éstas deben tener autorizada la actividad de custodia de valores y serán apoderados de los inversionistas extranjeros bajo las normas que regulan la referida actividad.

Cuando se trate de operaciones transnacionales realizadas en desarrollo de acuerdos de integración de bolsas de valores de que trata el capítulo segundo del título sexto del libro quince de la parte segunda del Decreto 2555 de 2010, los depósitos centralizados de valores locales son quienes deben cumplir con las obligaciones de registro o

³³ Decreto 119 de 2017, artículo 1.º. “Se consideran no residentes: [1] Las personas naturales nacionales colombianos o extranjeros que no cumplan la condición de permanencia prevista en literal *a* del numeral 1 del artículo 2.17.1.2. del Decreto 1068 de 2015. [2] Las personas jurídicas que no tengan su domicilio principal dentro territorio nacional, incluidas aquellas sin ánimo de lucro, y [3] otras entidades que no tengan personería jurídica ni domicilio dentro del territorio nacional.”

³⁴ Ídem. “Se consideran residentes [1] Las personas naturales nacionales colombianas que habiten en el territorio nacional o las extranjeras que permanezcan continua o discontinuamente en el país por más de ciento ochenta y tres (183) días calendario, incluyendo los días de entrada y salida país, durante un periodo de trescientos sesenta y cinco y (365) días calendario consecutivos. [2] Las entidades de derecho público, las personas jurídicas, incluidas las entidades sin ánimo de lucro, tengan su domicilio principal en país. Igualmente, tienen la condición de residentes para efectos cambiarios las sucursales de sociedades extranjeras establecidas en país.”

información que sean del caso, de conformidad con lo exigido por el Banco de la República y la Superintendencia Financiera de Colombia³⁵.

Dispone la mentada disposición que los apoderados de inversionistas de capital de portafolio, sin perjuicio de las demás obligaciones que deben cumplir por su régimen legal, deben atender las obligaciones tributarias, cambiarias, de información a las autoridades en Colombia y las demás que señale la Superintendencia Financiera de Colombia. Además se incorpora el tratamiento a las operaciones transnacionales en desarrollo de acuerdos de integración de las bolsas (MILA), para señalar que en estos casos serán los depósitos centralizados de valores quienes tienen a su cargo el registro y deber de información relativo a estas operaciones.

c') *Registro*. Se mantiene la obligación de realizar el registro ante el Banco de la República a nombre del inversionista extranjero. La declaración de registro se hará por medio de la presentación de declaraciones de cambio en formularios físicos o electrónicos, según lo defina el Banco de la República. En general, los inversionistas o sus apoderados están obligados a presentar al Banco de la República, directamente o por conducto de las entidades que éste determine, una declaración de registro de: (1) las inversiones iniciales o adicionales; (2) los cambios en los titulares, en la destinación o en la empresa receptora de ella y (3) la cancelación de las inversiones.

Tratándose de inversiones de capital de portafolio, se mantiene la autorización para que los aportes en valores o recursos en moneda extranjera, canalizados por conducto del mercado cambiario, sean objeto de neteo, sin perjuicio de que las inversiones deban registrarse por su monto total.

d') *Inversiones nuevas en materia de inversión de portafolio*. Además de lo considerado hasta el momento, se incluyen las participaciones en programas de certificados de depósito representativos de valores, es decir la inversión en programas de ADR.

e') *Derechos cambiarios*. Manteniendo el régimen anterior, respecto del derecho a capitalizar las sumas con derecho a giro, se aclara que puede comprender recursos en moneda nacional o cualquier otro bien o derecho, producto de obligaciones derivadas de la inversión.

f') *Control de límites en la inversión de capitales del exterior*. Se dispone como responsable del cumplimiento del régimen de inversión

³⁵ Decreto 4800/2010, artículo 7.º, parágrafo 1.º.

extranjera al inversionista con independencia de tener uno o varios apoderados, eliminando la responsabilidad solidaria de los apoderados que venía de tiempo atrás. En caso de que los apoderados requieran información que sea indispensable para el adecuado cumplimiento de sus obligaciones, el inversionista deberá suministrar la información que sea necesaria para el efecto.

B) Regulación financiera aplicable a las operaciones transnacionales del mercado de valores

a) *Marco regulador.* La década de los noventa es representativa desde el punto de vista del sistema financiero y del mercado de valores porque fue entonces, con el proceso de liberalización de la economía, cuando se dieron los primeros pasos en el país de lo que más adelante se ha conocido en el mundo como “globalización de los mercados”. La Ley 45 de 1990³⁶ constituye la reforma financiera más importante de ese período no solo por la determinación que en ella se hizo del modelo de sistema financiero que aún persiste, sino porque fue la base legal de gran parte de la regulación de apertura del mercado de valores que se emitió en el período 1990-2005.

La mencionada ley, para citar un ejemplo, estipuló como parte de las funciones de la Sala General de la entonces Comisión Nacional de Valores la de autorizar a las sociedades comisionistas de bolsa el desarrollo de actividades análogas a las previstas como objeto social principal, constituyendo ésta la base de muchas actividades posteriormente autorizadas a estos agentes en los años siguientes. Dicha facultad fue ratificada posteriormente en la Ley 35 de 1993³⁷, que definió entre otras cosas los mecanismos de intervención del Gobierno en la economía, conforme los deberes señalados en la materia en la Constitución de 1991. Así, se estableció que correspondía al Gobierno Nacional, por conducto de la Sala General de la Superintendencia de Valores, señalar de manera general las operaciones que podrían realizar, como parte del objeto social principal previsto en la ley, las entidades sujetas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia de Valores y los demás intermediarios de valores.

³⁶ Ley 45 de 1990, artículo 45 de 1990 2010, A.

³⁷ Decreto 2739 de 1991, artículo 3.º, numeral 26. En aras de mantener la consistencia con lo dispuesto en la Constitución de 1991 y mientras se definió la creación de la Superintendencia de Valores y de sus órganos rectores, el presidente de la República fue responsable de dicha función.

En ese marco, por un lado, la mencionada Sala General expidió un compendio de disposiciones de intervención y reglamentarias al amparo de la Resolución 400 de 1995 vigente hasta el año 2010, y por otro, el superintendente de Valores hizo lo propio —en ejercicio de sus facultades de instrucción— bajo la Resolución 1200 del mismo año, según se describe en detalle en la parte primera de esta obra.

Buscando una mayor profundización del mercado de valores, se expidió la Ley 964 de 2005, denominada Ley Marco del Mercado de Valores, con la cual Colombia no solo se puso a la vanguardia de los mercados desarrollados en materia de regulación de los agentes que los integran y en la adopción de múltiples recomendaciones emanadas de diferentes organismos e instancias internacionales, sino que a partir de entonces el país ha visto crecer el interés de inversionistas locales y extranjeros, habiéndose dado paso en los últimos años a lo que podría denominarse la transnacionalización de los mercados en América Latina.

En paralelo, se dio la transferencia de facultades de intervención mantenidas desde 1993 en cabeza la Sala General de la Superintendencia de Valores, al Ministerio de Hacienda —a través de la Unidad de Regulación Financiera (URF)—, de la misma manera en que se abrogaron en su momento para el sector financiero y asegurador, y se dio la fusión de los supervisores bancario y de valores, en la Superintendencia Financiera de Colombia. Bajo esa línea, el Ministerio de Hacienda en conjunto con el presidente de la República ha expedido variada e importante regulación, dentro de la cual resulta importante destacar la expedición del Decreto 2555 de 2010, compilador de todas las disposiciones aplicables a la actividad financiera, de seguros y de mercado de valores en el país. Ello sin perjuicio de las instrucciones emitidas desde el ente de control, a través de las circulares Básica Jurídica y Financiera y Contable y de la regulación cambiaria y de inversiones internacionales a que se hizo alusión antes.

Es entonces a partir del marco normativo rápidamente reseñado como se han desarrollado varias figuras que serán consideradas a continuación como canales de apertura al ofrecimiento y la prestación de servicios transnacionales del mercado de valores.

b) *Ofrecimiento y promoción de productos y servicios del exterior en el mercado de valores local y viceversa*

a') *Corresponsalía y oficinas de representación de agentes del exterior*. El marco normativo correspondiente estuvo inicialmente

contenido en los artículos 2.2.11.1 y 2.2.12.1 - 2.2.12.2 de la Resolución 400 de 1995 de la ya mencionada Sala General de la Superintendencia de Valores, al autorizar a las sociedades comisionistas de bolsa a actuar, previa autorización del superintendente de Valores, como representantes de las oficinas de representación en Colombia de los miembros de las bolsas de futuros y opciones del exterior, por un lado, y a celebrar contratos de corresponsalía con el objeto de promocionar³⁸ la celebración de negocios entre terceros y tales entidades, en territorio colombiano o a sus residentes y, promocionar los propios en el exterior, por otro.

Esta autorización permitió que las sociedades comisionistas de bolsa en virtud de contratos de corresponsalía pudieran servir de enlace entre las instituciones del exterior y los inversionistas, mas no se concibió en ese momento ni ahora como un vehículo a través del cual dichas sociedades pudieran realizar inversiones por cuenta propia o por cuenta de terceros en instrumentos financieros del exterior. Ello significa que la corresponsalía no habilita a las sociedades comisionistas a actuar como representantes en la celebración de negocios jurídicos de esta naturaleza en nombre de cualquiera de las partes intervinientes, así como tampoco las autoriza a tomar posición propia o proveer financiación a tales operaciones.

Dicha normativa fue modificada y ampliada por Resolución 948-1 del 26 de noviembre de 2004 de la misma Sala General, con el objeto de establecer algunas condiciones y prohibiciones propias de la figura de la corresponsalía y por esa vía definir el alcance de la responsabilidad del corresponsal. Fue así como se impuso la obligación de dar a los clientes una asesoría profesional, en relación con los productos y servicios que promociona de la entidad del exterior (intermediarios de valores, firmas de valores, sociedades administradoras de fondos de valores, fondos de inversión o esquemas de inversión colectiva y bancas de inversión). Como parte de la misma labor, las firmas comisionistas de bolsa fueron autorizadas para adelantar actividades de entrega y recepción de moneda legal colombiana, títulos y demás documentos complementarios, conforme a las normas comerciales y cambiarias que rigieran la materia.

³⁸ Se define “promoción” como cualquier comunicación o mensaje, realizado personalmente o utilizando cualquier medio de comunicación, sea éste masivo o no, destinado a iniciar, directa o indirectamente, la contratación de un producto o la prestación de un servicio del mercado de valores.

Paralelamente, se establecieron normas compartidas con el sistema financiero³⁹, para la constitución de oficinas de representación de instituciones financieras del exterior en el país, su régimen de autorización, prohibiciones, etc. Destaca la prohibición establecida en el sentido de no poder realizar operaciones que impliquen captación de recursos del público mediante valores o en moneda legal o extranjera, u operaciones propias de los intermediarios del mercado cambiario, y la de entregar o recibir, directamente o por interpuesta persona, dinero o valores en pago de operaciones realizadas por las instituciones financieras del exterior, o cualquier otro acto que implique el ejercicio de actividades prohibidas.

Con ocasión de la fusión de la actividad supervisora del mercado financiero y de valores en una sola autoridad (SFC), mediante el Decreto 2558 de 2007 se integraron las normatividades antes reseñadas señalando que las instituciones financieras del exterior que deseen promover servicios bancarios en Colombia deben establecer una oficina de representación, mientras que tratándose de productos y servicios del mercado de valores, el agente extranjero tiene una de las siguientes alternativas: establecer una oficina de representación en Colombia o celebrar un contrato de corresponsalía con una sociedad comisionista de bolsa o una corporación financiera en Colombia. Aunque las disposiciones no diferencian en qué casos se promueve un producto o servicio del mercado de valores, su alcance es deducible del catálogo de actividades reconocidas como propias de ese mercado, en la Ley 964 de 2005.

Con el mismo criterio de comienzos de los años noventa, tanto los corresponsales como las oficinas de representación mantienen su función de servir de punto de enlace entre la institución del exterior y los inversionistas, para promocionar u ofrecer los productos y servicios de los agentes del exterior. Esa posición tiene efectos de importancia en la medida en que como no son los agentes locales quienes contratan con los inversionistas o beneficiarios de los servicios, tampoco son responsables de los servicios que promocionan sino que son los prestadores de servicios del exterior sobre quienes recae la responsabilidad.

En particular, a las oficinas de representación y a los corresponsales de entidades del exterior les han sido autorizadas operaciones relacionadas con actividades administrativas vinculadas, exclusivamente, con la promoción o publicidad de la institución del mercado de valores del exterior, lo que implica la realización de campañas de publicidad, de

³⁹ Decreto 2951 de 2004, artículo 7.º, numerales 2 y 6.

enlace con los clientes y otras, así como la realización de gestiones de cobranza, siempre que se encuentren debidamente autorizadas para ello por la respectiva institución del exterior, de conformidad con la normatividad colombiana y que dichas gestiones⁴⁰ no impliquen la recepción del pago de obligaciones objeto de la cobranza.

Desde la misma perspectiva, los corresponsales o representantes de entidades del extranjero mantienen las prohibiciones a que ya se ha hecho mención y otras relacionadas con ellas, como la de desarrollar cualquier actividad que implique el cierre, registro o autorización de las operaciones vinculadas con la prestación de servicios de la institución del exterior, la de obligarse directa o indirectamente en las operaciones que promuevan o la de formular ofertas sobre los servicios de la institución representada en tanto incluyan todos los elementos esenciales del contrato o servicio ofrecido por la institución financiera representada.

En todo caso y frente a las actividades autorizadas, el mismo régimen señala de manera expresa unas obligaciones que deben cumplir las oficinas de representación y los corresponsales de agentes del exterior, que se aplican durante la vigencia de la oficina o el contrato de corresponsalía frente a los inversionistas y a la SFC, así:

- Obligaciones de información para con los inversionistas. En desarrollo de la obligación de asesoría a los inversionistas en relación con los productos y servicios que promocionan, los corresponsales o las oficinas de representación establecidas en Colombia deben informarlos detalladamente acerca de (1) las condiciones jurídicas, financieras, contables, comerciales y administrativas en que la institución del exterior desarrolla sus operaciones; (2) el alcance de sus responsabilidades como oficina de representación o corresponsal; (3) las características principales de la supervisión que ejercen las autoridades sobre la institución del exterior representada; (4) la existencia de garantías o seguros, incluyendo el seguro de depósitos u otra garantía estatal, si es el caso, que amparen incumplimientos de la institución del exterior a los clientes, y los límites con que ellos operan y (5) la jurisdicción y la ley aplicables a los productos y servicios que se promocionan.

⁴⁰ Se entiende por “gestión de cobranza” los actos prejurídicos o jurídicos tendientes a generar el cumplimiento de las obligaciones adquiridas por los residentes en Colombia con la institución financiera o del mercado de valores del exterior.

- Obligaciones de información frente a la SFC. Las oficinas de representación y los corresponsales, así como los representantes de instituciones del exterior, cuando opera la representación a través de matriz, filial o subsidiaria, deben remitir la información que el ente de control solicite y en todo caso, dentro de los tres primeros meses de cada año, un informe sobre las actividades desarrolladas en el país y una relación de las financiaciones otorgadas en Colombia por la entidad representada.

De la misma forma, los representantes de las oficinas de representación o los representantes de las entidades financieras del exterior, cuando es el caso, de manera inmediata a su ocurrencia, deben informar a la SFC hechos como los siguientes: (1) cualquier modificación en la información presentada para obtener la aprobación de la apertura de la oficina o la autorización del contrato de corresponsalía; (2) modificaciones que se produzcan en el régimen jurídico del país en el cual se encuentre domiciliada la institución del exterior que tengan efecto en la actividad que desarrolla en Colombia la entidad representada; (3) cualquier proceso de reorganización que afecte a la institución del exterior y los cambios en la razón social de la entidad del exterior y (4) las medidas relevantes que hayan adoptado las autoridades de supervisión del país de origen de la institución financiera en relación con ella.

Ahora bien: sin perjuicio de lo establecido en la normativa respecto a que las actividades de las entidades o agentes del extranjero solo pueden ser ofrecidas o promocionadas en el mercado local por cualquiera de las vías señaladas, la regulación determina algunas excepciones a la obligación de establecer una oficina de representación o celebrar un contrato de corresponsalía, tratándose de instituciones del exterior, que gocen de alguna de las siguientes características: (1) que sean multilaterales creadas con el propósito de contribuir al desarrollo o mejoramiento del nivel de vida de otros países; (2) que sean de carácter público y tengan por objeto la financiación o el fomento de exportadores o microempresas de otros países; (3) que tengan régimen de derecho público internacional o actúen como intermediarios de préstamos de gobierno a gobierno; (4) que sean filiales, subsidiarias o agencias establecidas en el extranjero de una institución financiera o del mercado de valores establecida en el país o la institución del exterior que tenga una filial o subsidiaria establecida en el país autorizada para realizar actividad financiera o del mercado de valores.

b') *Contratos de corresponsalía de las sociedades comisionistas locales con agentes del exterior.* Contrario a la operatividad de la

promoción de productos del extranjero en el mercado de valores colombiano, la regulación también permite la promoción en el exterior de negocios de las sociedades comisionistas de bolsa de valores establecidas en Colombia mediante el uso de la figura de la corresponsalía, siempre que lo que se busque promover sean los productos y servicios que les están autorizados en Colombia, que las entidades del exterior con las que se suscriban estos contratos estén autorizadas para ello y que en todo caso se dé cumplimiento a los requisitos previstos en la normatividad del respectivo país.

c') *Prestación de servicios o vinculación a productos del exterior solicitados por residentes colombianos*. Por otra parte, el marco normativo en cita no impide la contratación de un producto o servicio por parte de un residente colombiano que por su iniciativa o petición contacta a un agente del exterior, aún si dicho agente no ha celebrado un contrato de corresponsalía con una sociedad comisionista colombiana⁴¹. Es decir, siempre y cuando no haya mediado, para el efecto, algún acto de promoción o de publicidad por parte de la institución del exterior en territorio colombiano.

Significa lo anterior que en la medida en que la protección del ahorro público está dada por el Estado dentro del territorio nacional, corresponde a las autoridades ofrecer las protecciones necesarias en tanto la actividad se ofrezca, ejecute y liquide en Colombia. Para ello, se establece la necesidad de contar con las autorizaciones correspondientes y de mantener una supervisión adecuada a las operaciones permitidas, así como hacer seguimiento, suspender y tomar las medidas del caso cuando la operación no se considera legal. Sin embargo, nada impide que los residentes en el país en ejercicio de sus libertades acudan a agentes del exterior en búsqueda de productos y servicios sobre los cuales no tiene alcance la competencia del Estado, y en tal sentido se reconoce que dicha forma de prestación de los servicios es viable, aunque no goce de las garantías de la regulación local.

d') *Acceso y prestación de servicios y productos del mercado de valores del exterior*

- *Administración de portafolios de terceros (APT)*. Como desarrollo de la apertura a la inversión extranjera de portafolio ofrecida por la regulación cambiaria atrás señalada y conforme las actividades

⁴¹ Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Oficio 2006031772, 15/08/2006, mediante el cual se interpreta el alcance de la excepción prevista en el numeral 5 del artículo 2.º del Decreto 2951 de 2004.

autorizadas en la Ley 45 de 1990⁴², la Resolución 400 de 1995 de la Sala General de la Superintendencia de Valores autorizó a las sociedades comisionistas de bolsa a administrar portafolios de valores de terceros, para efectos de lo establecido en su momento por la Resolución 51 de 1991.

Posteriormente, el superintendente de Valores, mediante la Resolución 1200 de 1995⁴³, emitió algunas reglas de conducta para dichos agentes en relación con las operaciones de asesoría en el mercado de capitales y administración de FICE, incorporando principalmente deberes de abstención, en cuanto hace a información confidencial.

Por su parte, el régimen de inversión de los administradores de portafolios de terceros circunscritos a la inversión extranjera contenido en la Resolución 51 de 1991, posteriormente subsumida por el Decreto 2080 de 2000, sufrió algunas modificaciones y con el tiempo introdujo flexibilidades en materia de inversiones; pero el cambio fundamental se advierte en el Decreto 4800 de 2010, donde no solo se elimina el vehículo de los FICE para realizar inversión externa de portafolio, sino que se amplían los agentes autorizados para administrarla y se eliminan las restricciones en materia de tipos de inversiones autorizadas, manteniendo las obligaciones de registro de inversión extranjera y demás ya señaladas en el aparte cambiario.

- *Fondos de capital privado (FCP)*. Desde el punto de vista cambiario, la posibilidad de invertir en participaciones de fondos de capital privado fue incorporada a la regulación local como una forma de inversión directa de capital del exterior en Colombia, a partir del año 2007, adicionando en ese momento el régimen general de inversiones internacionales contenido en el Decreto 2080 de 2000⁴⁴, dado el auge global que tenía en ese momento la transferencia de flujos de capital privado hacia ciertas economías.

Por su parte, en línea con el tratamiento de inversión extranjera, la primera regulación en el ámbito financiero se expidió mediante Resolución 470 de junio de 2005⁴⁵, permitiendo a los fondos de capital

⁴² Ley 45 de 1990, artículo 7: “[...] tales sociedades podrán realizar las siguientes actividades, previa autorización de la Comisión Nacional de Valores y sujetas a las condiciones que fije la Sala General de dicha entidad: [...] f) Administrar portafolios de valores de terceros; [...]”.

⁴³ Resolución 1200 de 1995, artículo 1.1.3.4, en concordancia con el artículo 1.1.3.1, literales b y e.

⁴⁴ Decreto 2466 de 2007.

⁴⁵ Modificatoria en varios artículos de la Resolución 400 de 1995.

invertir en compañías que sin cotizar en bolsa y a partir de la recepción de recursos de determinados inversionistas pudieran multiplicar su valor y proveer un retorno de mediano y largo plazo a sus accionistas e inversionistas. Se trata entonces de inversiones en títulos de participación (no crediticios), donde el fondo y los inversionistas comparten el éxito o el riesgo de fracaso de las empresas en las que invierten. Y dado que el fin es lograr el éxito del proyecto de inversión, es usual que los fondos no solo provean el financiamiento, sino que también presten asesoría y se involucren en la administración y en las decisiones estratégicas de las empresas (fondos de participación activa), es decir que participen coadministrando y asumiendo directamente los riesgos del negocio.

Sin embargo, la citada regulación requería mayor flexibilidad y fue así como con la expedición del Decreto 2175 de 2007 se creó el marco regulador de las carteras colectivas⁴⁶, con la pretensión de impulsar el desarrollo del mercado de capitales, estableciendo, entre otras, las bases reguladoras para la industria de los fondos de capital privado en Colombia y autorizando a las sociedades comisionistas de bolsa, a las sociedades fiduciarias y a las sociedades administradoras de inversión como administradoras de dichos vehículos. Regulación que luego fue actualizada mediante los Decretos 1242 de 2013 y 1984 de 2018, e incorporada en el Decreto 2555 de 2010⁴⁷.

Así se dieron algunas de las condiciones requeridas para el desarrollo de la industria de los fondos de capital privado:

- Autonomía del gestor profesional, especialmente para designar el comité de inversiones;
- Creación de incentivos al ingreso de capital extranjero directo;
- Alineación de incentivos entre administradores e inversionistas;
- La Superintendencia⁴⁸ autorizó explícitamente dicha inversión a los fondos de pensiones obligatorias y voluntarias.

⁴⁶ Los fondos de capital privado se definieron como carteras colectivas cerradas que destinan por lo menos dos terceras partes de los aportes de sus inversionistas a la adquisición de activos o derechos de contenido económico distintos de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores.

⁴⁷ Nota del editor: Para una exposición más detallada del régimen de los fondos de capital privado, véase el capítulo II de la Parte Primera de este tomo.

⁴⁸ Circular Externa 058 de 2008 de la Superintendencia Financiera.

- Aceptación de métodos de valoración alternativos a los definidos por la Superintendencia, cuando sea del caso.
- Adopción de códigos de buen gobierno corporativo y mecanismos de divulgación de información que protejan a los inversionistas, en particular a los minoritarios;
- Institucionalización de los comités de vigilancia en cada fondo, elegido por los inversionistas, para detectar y solucionar posibles conflictos de interés.

Estructuralmente, estos vehículos se diferencian de las otras categorías de fondos de inversión colectiva en especial en que prevén expresamente la figura del gestor profesional y del comité de vigilancia. El gestor profesional es una persona natural o jurídica, nacional o extranjera, experta en la administración de portafolios y manejo de los activos en que invierte la cartera colectiva, el cual debe contar con los requisitos señalados en el reglamento. El comité de vigilancia, por su parte, tiene que realizar veeduría permanente sobre el cumplimiento de las funciones de la sociedad administradora y del gestor profesional.

La vinculación de los inversionistas se realiza mediante compromisos de suscribir participaciones a través de una promesa en la cual se obliguen incondicionalmente a pagar una determinada suma de dinero en las condiciones establecidas en el reglamento, conforme a las necesidades de capital de la respectiva cartera colectiva.

e') Inscripción y oferta de valores de emisores extranjeros en el mercado local

- *En el mercado primario.* Las disposiciones de inscripción de emisores, emisiones y oferta pública de valores en el mercado local están contenidas en el título I del libro 2, artículos 5.2.1.1.1 y siguientes, del Decreto 2555 de 2010, normativa en la que se definen como emisores de valores, entre otros, a los gobiernos extranjeros, las entidades públicas extranjeras, los organismos multilaterales de crédito, las entidades extranjeras y las sucursales de sociedades extranjeras.

Esta referencia general, sin embargo, ha llevado a que en la práctica las entidades extranjeras —sociedades y sucursales— presenten diferentes situaciones, a partir de las cuales quieren incursionar con emisiones en el mercado primario local. Esas situaciones pueden circunscribirse a los siguientes casos: (1) el extranjero que por virtud de la ley o por decisión voluntaria decide constituir una sociedad en Colombia o establecer una sucursal; (2) la sociedad extranjera que sin cumplir con los requisitos anteriores pretende realizar una oferta

pública de valores en el mercado local, teniendo sus valores inscritos en una o más bolsas internacionalmente reconocidas; y (3) la sociedad extranjera que sin cumplir con los requisitos señalados ni estar enlistada en un mercado de valores reconocido por la Superintendencia Financiera tiene una subsidiaria o su controlante en Colombia y cumple con otros requisitos dispuestos para el caso.

Aunque en términos generales la regulación aplicable es la misma, en las referencias normativas que se citan en esta sección pueden identificarse algunas especificidades relacionadas con los casos reseñados, los cuales han sido considerados formas innovadoras de apertura del mercado de valores.

Desde sus inicios, la Resolución 400 de 1995 previó dos modalidades de oferta de valores de emisores extranjeros en el mercado local. La primera de ellas referida a la oferta de gobiernos o entidades públicas extranjeras⁴⁹ con garantía de su gobierno, y la segunda, a la oferta de valores emitidos por organismos multilaterales de crédito o entidades extranjeras⁵⁰, entendiendo por estas últimas las sociedades anónimas⁵¹.

El desarrollo de las señaladas alternativas y la normativa en sí misma han sido claros en reconocer que a un emisor del exterior lo rige la normatividad del país de origen, en tanto sea su domicilio, no obstante lo cual, dado su estatus de emisor de valores en el mercado colombiano, debe dar cumplimiento a las disposiciones locales que regulan la materia. Así es como, por ejemplo, la decisión de emisión puede provenir de cualquier instancia de la sociedad en cuanto sea competente conforme la regulación del país de origen o de sus estatutos, pero la autorización de la oferta en el mercado local debe obtenerse conforme la reglamentación colombiana, excepto en aquellos aspectos sobre los cuales se realice una excepción desde la regulación o supervisión. Ese es el caso de la remisión de los estados financieros de los extranjeros, aprobados por el órgano competente, sin exigir su homologación a las

⁴⁹ El texto inicial del artículo 1.2.4.64 de la Resolución 400 de 1995 fue modificado Decreto 3140 de 2006 e incorporado al Decreto 2555 de 2010 bajo el artículo 6.10.1.1.1.

⁵⁰ El texto inicial del artículo 1.2.4.66 de la Resolución 400 de 1995 fue modificado por la Resolución 933/2001 de la Sala General de la Superintendencia de Valores y posteriormente por el Decreto 1564/2006, actualmente incorporado al DU bajo el artículo 6.11.1.1.1.

⁵¹ Decreto 2555 de 2010, artículo 1.1.2.2 literal *h*, donde estipula que podrán ser emisores de valores las entidades extranjeras y las sucursales de sociedades extranjeras, en concordancia con el literal *a* de la misma norma que alude a las sociedades anónimas.

normas contables colombianas⁵² o algunos reconocimientos efectuados a términos y condiciones aceptados exigidos en los mercados internacionales para esta clase de colocaciones.

De esta forma, los emisores extranjeros que deseen realizar una oferta pública de valores o que estos se negocien en un sistema de negociación local, como la bolsa de valores, deben realizar su inscripción en el RNVE⁵³ y obtener también la autorización —previa— de la SFC de la oferta pública de valores.

Así mismo, a este tipo de emisores les resultan aplicables unas particularidades, dentro de las cuales se destacan, por ejemplo: (1) tratándose de ofertas de títulos de contenido crediticio, ser a la orden o nominativos y designarse en Colombia una institución con domicilio en el país que actúe como administrador de la emisión; (2) los valores que van a ser ofrecidos en Colombia deben ser susceptibles de ser ofrecidos públicamente en el país donde se encuentre el domicilio principal del emisor; (3) estar calificados por una o más agencias calificadoras de riesgo o valores internacionalmente reconocidas a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia o por una sociedad calificadora sometida a la inspección y vigilancia de dicha entidad; (4) cuando el valor que se ve a inscribir sean acciones, deben informarse los derechos societarios que tendrán los inversionistas en Colombia, así como los que tienen los inversionistas del país del emisor, acreditando además la forma en que los accionistas residentes en Colombia podrán ejercer sus derechos; (5) la exigencia de que la entidad extranjera tenga inscritos valores en una o más bolsas de valores internacionalmente reconocidas, a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia, de manera previa a la realización de la oferta, requisito que puede sustituirse con el cumplimiento de algunos requisitos previstos en la misma norma⁵⁴;

⁵² Superintendencia Financiera de Colombia, Concepto n.º 2008041539-004-000, 12/09/2008

⁵³ El Decreto 2555 de 2010, artículo 5.2.1.1.1, señala: “Eventos de inscripción. Las entidades a que se refiere el artículo siguiente que deseen realizar una oferta pública de sus valores o que los mismos se negocien en un sistema de negociación, deberán inscribirse junto con la emisión o emisiones del respectivo valor o valores en el RNVE”.

⁵⁴ Véase el Decreto 2555 de 2010, artículo 6.11.1.1.1, numeral 5, modificado por el artículo 1.º del Decreto 4804 de 2010. Esta normatividad fue aplicada en Colombia por primera vez para el caso de la emisión que hiciera la *holding* de Avianca en el país, domiciliada fuera de Colombia y sin emisiones anteriores, ni inscripción de sus valores en una o más bolsas de valores internacionalmente reconocidas. En relación con la norma en mención, la CE 5 /2011 proferida por la SFC, señala: “Para efectos de lo dispuesto en el numeral 5 del artículo 6.11.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010, modificado por

(6) cuando lo exija la ley del país donde se encuentre el domicilio principal de la entidad extranjera, deberá acreditarse que la inscripción o la oferta de los valores que van a ser emitidos en Colombia fue debidamente autorizada por el organismo de control competente en dicha jurisdicción; (7) además de los requisitos generales aplicables al prospecto de emisión, el que publiquen las entidades extranjeras deberá contener, entre otros aspectos, una descripción detallada del sistema o procedimiento que se utilizará para la colocación de la emisión, y si ésta va a ser colocada en diferentes mercados, especificarse información respecto de cada uno de ellos; definición del régimen jurídico de los valores con indicación de los tribunales competentes para el ejercicio de cualquier acción legal o procedimiento relativo al cumplimiento y ejecución forzosa de las obligaciones que de ellos se originen; descripción sucinta del régimen fiscal aplicable a los valores, así como del régimen cambiario y de inversiones internacionales del país en que tenga su domicilio principal el emisor; la designación de los agentes que en Colombia recibirán en nombre del emisor y en el de su patrimonio, notificaciones de actuaciones judiciales; la cláusula de salvaguardia por la cual los derechos del tenedor y las obligaciones del emisor se equiparan por lo menos “pari passu” en prioridad de pago y de garantía con toda la demás deuda directa del emisor representada en valores, no garantizada y no subordinada; las implicaciones que para los inversionistas locales tiene la cancelación voluntaria de la inscripción en el RNVE⁵⁵.

el Decreto 4804 de 2010, se entenderán por jurisdicciones aceptables las que cumplan alguna de las siguientes condiciones: 1. Aquellos países en los cuales una entidad vigilada por esta Superintendencia tenga una inversión directa debidamente autorizada. 2. Aquellos países cuyos organismos de supervisión hayan suscrito memorandos de entendimiento para intercambio de información con esta Superintendencia. 3. Aquellos países que la Superintendencia Financiera de Colombia reconozca como tal dentro del trámite de autorización de la oferta pública”.

⁵⁵ Señala el parágrafo 5 del artículo 5.2.6.1.2 del Decreto 2555 de 2010 que cuando se trate de la cancelación de la inscripción de las acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones de un emisor extranjero en el RNVE y en una bolsa de valores, no es necesaria la realización de una oferta pública de adquisición como en el caso de los emisores locales siempre que los valores se encuentren, al momento de la cancelación, listados en una bolsa de valores o un sistema de negociación de valores internacionalmente reconocido, a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia. Esta forma de cancelación requiere ser autorizada por la Superintendencia Financiera de Colombia, lo cual será divulgado por el emisor al público local y, en todo caso la inscripción en el RNVE y en la bolsa de valores o en el sistema de negociación de valores colombiano, debe mantenerse por lo menos, durante los seis meses siguientes a la fecha en que suceda la referida divulgación.

Así mismo, se impone y constituye un deber del supervisor verificar que se dé cumplimiento a los reportes de la información que el emisor de valores debe suministrar al mercado local tales como información relevante y periódica y de las demás normas que le sean aplicables según la jurisdicción y naturaleza del emisor. Quiere decir lo anterior que por regla general es deber del emisor revelar toda la información relacionada con él o con su emisión que habría sido tomada en cuenta por un experto prudente y diligente al comprar, vender o conservar los valores del emisor o al momento de ejercer sus derechos políticos inherentes a los valores.

- *En el mercado secundario.* De manera similar a lo que ocurre con la inscripción de valores para ser ofertados en mercado primario, las especies circulantes en otras jurisdicciones también han sido incorporadas al mercado local en tres situaciones: (1) cuando el emisor decide de manera voluntaria e independiente la inscripción de sus valores en el mercado local; (2) cuando una sociedad comisionista de bolsa actuando como patrocinador de una especie decide enlistarla en un sistema de cotización de valores del extranjero, y (3) cuando es la bolsa de valores la que actúa como patrocinadora de los valores extranjeros, a partir de convenios o acuerdos con otras bolsas.

- Inscripción de valores emitidos en el exterior por parte de su emisor —p. ej., caso Pacific Rubiales, Canacol, etc.

Aunque es una forma de acceder al mercado de inversionistas local, no había sido utilizada en el país sino a partir del año 2009, cuando la Superintendencia Financiera autorizó por primera vez la inscripción de valores y emisores extranjeros con el objeto de que dichas especies se negocien en el mercado secundario local.

Al respecto, señala el parágrafo 2.º del artículo 5.2.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010 que tratándose de la inscripción de emisores y valores extranjeros, para ser negociados en el mercado secundario se imponen, además de los requisitos de inscripción generales, los requisitos exigidos para que la misma clase de valores pueda ser ofrecida en oferta pública en el mercado primario. Ello significa que en el caso de las entidades extranjeras éstas deben cumplir plenamente con los requisitos señalados y con los propios de emisor del exterior, que se han indicado antes. Lo anterior, sin perjuicio de otros requisitos que los sistemas de negociación a través de los cuales se pretenda operar consideren necesarios.

Se trata, entonces, de un mecanismo híbrido entre la figura de la emisión primaria autorizada a los extranjeros en el mercado local y la

posibilidad de negociar valores extranjeros que se inscriben en sistemas de cotización por patrocinadores en el mercado local, sin intervención del emisor.

El hecho de que sea el emisor quien tenga el interés de incorporar al mercado local sus especies implica el reconocimiento de una responsabilidad para con el mercado y los inversionistas, tal es la razón por la cual el tratamiento recibido desde el punto de vista de la regulación y de la supervisión es equiparable a la de los emisores locales. Surtidas las autorizaciones correspondientes, la negociación de estos valores se realiza en los mismos sistemas habilitados por la bolsa para las especies emitidas localmente, sin restricción de la negociación a determinados tipos de inversionistas, y con las obligaciones de información financiera y demás relevante para el mercado en cabeza del emisor, siendo éste un sujeto controlado por la Superintendencia Financiera, con las implicaciones que conlleva.

No obstante, en la medida que se trata de valores que se encuentran inscritos en bolsas de otras jurisdicciones, la negociación para efectos de los registros se realiza por acuerdos entre depósitos o custodios locales y extranjeros, a través de cuentas ómnibus en dichos custodios sobre las especies circulantes en Colombia. Ello se traduce en que son los custodios del extranjero quienes actúan como depositantes directos de los depósitos de valores en el exterior, transfiriendo un registro espejo al mercado local.

Por otro lado, en cuanto se considera una operación de cambio internacional, en la medida que involucra valores extranjeros, la normatividad cambiaria aplicable requiere que se lleve el registro de sustitución de inversionistas⁵⁶ a cargo del depósito centralizado de valores local encargado de la custodia y administración de esa clase de valores. Igualmente, se establece como una obligación de los depósitos el suministrar a las partes involucradas en las operaciones la información del registro para la efectividad del ejercicio de los derechos que derivan de él.

- Sistema de cotización de valores del extranjero

La Ley 964 de 2005⁵⁷ había determinado como una facultad del Gobierno Nacional el autorizar a las sociedades comisionistas de bolsa la realización de operaciones sobre valores emitidos en el extranjero que no se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores.

⁵⁶ Artículo. 7.3.12, adicionado a la Circular Reglamentaria DCIN 83 del Banco de la República.

⁵⁷ Artículo 7.º, modificado por la L. 1328/2009, artículo 9.º.

Con fundamento en las citadas facultades se expidió el Decreto 3886 de 2009⁵⁸, siguiendo el modelo mexicano denominado Sistema Internacional de Cotizaciones⁵⁹ a través del cual se otorga el reconocimiento de mercados de valores del exterior y de emisores extranjeros, con algunas diferencias, como que en dicha jurisdicción el acceso a este sistema no se encuentra limitado a las casas de bolsa sino que también está abierto para las instituciones de crédito. Existen dos maneras de efectuar el reconocimiento, a saber: directo o patrocinado, y está limitado en relación con la calificación de inversionistas que pueden acceder a dicho sistema.

En Colombia esta posibilidad de negociación de valores del extranjero se introdujo bajo lo que se ha denominado Mercado Global Colombiano de la Bolsa de Valores de Colombia⁶⁰, para lo cual se ha adoptado la regulación de los requisitos de enlistado, negociación, registro, custodia, administración, compensación, liquidación y transferencia de valores emitidos fuera del país por emisores nacionales o extranjeros, siempre que gocen de las condiciones para ser reconocidos como tales⁶¹.

Se definió así como un sistema de carácter multilateral y transaccional de cotización de valores extranjeros que permite a las sociedades comisionistas miembros la realización de operaciones sobre valores extranjeros enlistados en el mencionado sistema y la divulgación de información al mercado sobre tales operaciones.

Es una característica de esta modalidad de intermediación el que la negociación de estas especies se realice en una sesión o rueda independiente del operador del mercado, sin autorizaciones o registros

⁵⁸ Incorporado al Decreto 2555 de 2010, a partir del artículo 2.15.6.1.1.

⁵⁹ Ley del Mercado de Valores de México, artículos 262 a 264 y concordantes (diciembre 30 de 2005) y Resolución de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, 14 de febrero de 2007.

⁶⁰ Aunque conforme al artículo 2.15.6.1.4 del DU podrán administrar los sistemas de cotización de valores extranjeros las bolsas de valores o los administradores de sistemas de negociación de valores sometidos a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia.

⁶¹ Se reconocen como valores extranjeros los emitidos en el exterior por instituciones u organismos multilaterales internacionales de carácter financiero, por otras naciones o sus bancos centrales, o aquellos emitidos en el extranjero con inscripción vigente en un registro público de valores o listados en una bolsa de valores o en un sistema de negociación de valores, internacionalmente reconocidos a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia, y se enmarquen dentro del concepto de valor establecido en el artículo 2.º de la Ley 964 de 2005.

previos de la Superintendencia Financiera o de alguna otra autoridad. En tal sentido, no coexisten la inscripción de valores en el RNVE con el listado de valores extranjeros y en caso de que alguno de los valores extranjeros enlistados en el Mercado Global Colombiano se inscriba en el RNVE, debe entenderse que prevalecerá la inscripción de los valores en este último y se cancelará el enlistado del valor extranjero en las bolsas o sistemas de negociación en los que se haya inscrito⁶².

En esa misma línea, la regulación estableció, por un lado, que corresponde a la Superintendencia Financiera de Colombia señalar cuáles de las bolsas de valores o sistemas de negociación de valores se consideran internacionalmente reconocidos, y por otro, que el acceso al sistema opera a través de la figura de los patrocinadores —solo sociedades comisionistas de bolsa—, de manera que los valores del extranjero que se listen en el Mercado Global Colombiano ingresan bajo la responsabilidad de un agente especializado y supervisado que deberá cumplir con las obligaciones propias de las actividades que le han sido autorizadas⁶³. En tal sentido, la Superintendencia Financiera de Colombia bien puede intervenir en el desarrollo de la actividad de intermediación así realizada, frente a las sociedades comisionistas patrocinadoras como frente a los administradores de los sistemas de cotización de estos valores y a los depósitos locales que presten sus servicios en estas operaciones.

Solicitada entonces la señalada inscripción ante una bolsa o sistema de negociación y acreditado el cumplimiento de los requisitos establecidos por dicho administrador, opera en forma automática la inclusión en el listado. Sin embargo, el administrador del registro puede rechazar, así como suspender y cancelar por razones de mercado⁶⁴, técnicas o de conveniencia una solicitud o una inscripción de uno o varios valores extranjeros. En cualquier caso, deben informarse las razones que motiven dicha decisión. Ahora bien: el ingresar especies reconocidas como valores extranjeros conlleva unas obligaciones especialmente

⁶² Bolsa de Valores de Colombia, Reglamento, Libro Séptimo, aprobado mediante la Resolución 1941 del 4 de octubre de 2010. Resolución 1105 del 19 de julio de 2012.

⁶³ La Bolsa de Valores de Colombia en su reglamento señala que “El patrocinador podrá solicitar a la Bolsa la cesión de sus derechos y obligaciones en relación con alguno o todos los valores que haya listado en el Mercado Global Colombiano. Para el efecto, se deberá acreditar que el cesionario cumple con todos los requisitos y condiciones establecidos para ser patrocinador”.

⁶⁴ Las últimas dos facultades también son propias de la Superintendencia Financiera de Colombia de conformidad con los artículos 2.15.6.1.14 y 2.15.6.1.15 del DU.

relacionadas con revelación de información por parte de la sociedad comisionista “patrocinadora” que realice la solicitud de enlistado ante el administrador de estos sistemas. Estas obligaciones se concentran de manera prioritaria en garantizar el acceso a información financiera, económica, contable, jurídica y administrativa del emisor de los valores enlistados, incluyendo aquella que se considere relevante en el país o en el mercado de valores de origen, con la misma periodicidad con la que se requiera en dichos mercados, lo cual implica conocer la forma de actualización de tal información y los medios a través de los cuales se publica. Igualmente, impone la obligación de informar acerca de las características, los derechos, obligaciones, restricciones y riesgos inherentes al tipo de inversión, así como los mecanismos para su protección a efectos de ejercer los derechos que dichos valores otorgan⁶⁵.

Bajo este esquema es claro que los emisores de los valores enlistados no asumen obligaciones diferentes a las ya requeridas en su mercado de origen o de cotización, por lo cual no resulta viable considerar que sea a ellos imputable ninguna responsabilidad en el mercado colombiano.

Las obligaciones a cargo de la sociedad patrocinadora son especialmente relevantes en la medida en que las autoridades locales no ejercen facultades de supervisión⁶⁶ sobre las emisiones de las especies que se listen ni sobre sus emisores del exterior, pues, como se ha señalado, se incorporan al mercado local en tanto cumplan las condiciones de reconocimiento internacional y por decisión de un agente, que compra un paquete de una especie en el exterior para ponerlo a circular en el mercado secundario localmente, sin participación alguna del emisor, quien en la mayoría de los casos no sabe que sus emisiones se están negociando por estos mecanismos en otras jurisdicciones.

Esas circunstancias hicieron que durante los primeros años la negociación de estos valores se limitara a inversionistas profesionales, bajo la idea de que ellos podrían estar en capacidad de acceder a información suficiente sobre las especies en las que mantienen sus inversiones y de esa manera pueden tomar decisiones consecuentes con su nivel de conocimiento. Sin embargo, con el fin de eliminar arbitrajes reguladores y dada la apertura realizada en cuanto a inversionistas en el mercado

⁶⁵ Decreto 2555 de 2010, artículo 2.15.6.1.7.

⁶⁶ El Decreto 2555 de 2010, artículo 2.15.6.1.13, señala de manera expresa el mantenimiento de las facultades necesarias para preservar el orden y la transparencia de los sistemas de cotización de valores.

integrado latinoamericano —parte del modelo de enlistamiento de valores aquí reseñado— con la expedición del Decreto 1827 de 2012, la inversión en los valores del extranjero está permitida tanto a inversionistas profesionales como a clientes inversionistas.

Por otro lado, existen otras obligaciones a cargo del administrador del sistema relacionadas con la transparencia y divulgación de información, para lo cual deberán establecer mecanismos mediante los cuales se suministre la información pertinente y suficiente a los inversionistas.

Ya en operación, tanto el administrador del sistema como la SFC pueden solicitar la suspensión o cancelación de un valor extranjero enlistado en el Mercado Global Colombiano atendiendo determinadas circunstancias⁶⁷.

Las causales de suspensión consideran especialmente condiciones que afecten al valor en los mercados internacionales, como sería el caso de que se decrete la suspensión de su negociación en el mercado de cotización principal o en el mercado de origen. Igualmente, cuando se presenten situaciones que afecten al mercado mismo, como cuando en los mercados externos señalados se hayan decretado medidas que imposibiliten la conversión de divisas o la transferencia monetaria entre países o que pongan en riesgo los procesos de custodia, administración, transferencia, compensación y liquidación de valores, o cuando se adviertan condiciones u operaciones no conformes a sanos usos o prácticas de mercado. Finalmente, por circunstancias que afectan al patrocinador, como sería el caso de suministro de información falsa o que induzca a error sobre la situación financiera, económica, contable, jurídica y administrativa del respectivo emisor o sobre los valores enlistados, o que sea objeto de medidas administrativas como toma de posesión, liquidación forzosa administrativa, etc.

Las de cancelación se atienen a diversas situaciones, internas y externas, como el hecho de que los valores dejen de cumplir con las condiciones exigidas por la regulación local para ser parte del listado, cuando se cancele registro del valor extranjero en el mercado de cotización principal o en el mercado de origen, cuando la Superintendencia Financiera de Colombia haya revocado el reconocimiento internacional otorgado a un registro público de valores o al listado en una bolsa de valores o un sistema de negociación de valores del extranjero o cuando

⁶⁷ Decreto 2555 de 2010, artículos 2.15.6.1.14 y 2.15.6.1.16 y Reglamento General de la BVC, Libro Séptimo, artículos 7.1.2.7 y 7.1.2.8.

se cancele la inscripción del patrocinador en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores (RNAMV), entre otros⁶⁸.

Finalmente, el mecanismo de negociación también incluye una autorización a los depósitos centralizados de valores vigilados por la Superintendencia Financiera de Colombia para custodiar y administrar los valores extranjeros referidos, atendiendo el principio de anotación en cuenta, así como para que celebren acuerdos con custodios globales, depositarios internacionales o agentes especializados del exterior que administren y custodien dichas especies, aun en el caso en el que se cancele la inscripción de un valor de los señalados en el sistema local⁶⁹.

Todo lo anterior, en cualquier caso, se entiende autorizado en tanto se dé estricta observancia a las normas cambiarias y tributarias aplicables.

- Sistemas de cotización de valores del extranjero mediante acuerdos o convenios de integración de bolsas de valores - Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)

En el 2009, con la expedición de la Ley 1328 se ampliaron las facultades de intervención del Gobierno Nacional en el mercado de valores, para permitirle regular el comercio transfronterizo de los servicios relacionados con las actividades del mercado de valores, el acceso directo de agentes del exterior al mercado local y la homologación o reconocimiento del cumplimiento de los requisitos necesarios para permitir el acceso a los servicios que prestan los proveedores de infraestructura del mercado de valores colombiano. Con fundamento en disposiciones como la señalada y en la iniciativa de carácter privado promovida por la Bolsa de Valores de Colombia, la Bolsa de Lima y la Bolsa de Comercio de Santiago de Chile, así como por los depósitos de valores de los tres países, se impulsó el Proyecto de Integración de Mercados de Renta Variable, que dio origen a lo que se ha denominado Mercado Integrado Latinoamericano, del cual hoy también hace parte la Bolsa de Valores de México.

Así se dio el primer paso dentro lo que se concibió en la mencionada ley como comercio transfronterizo, permitiendo la negociación de valores extranjeros mediante lo que internacionalmente se conoce como “enrutamiento intermediado”, que aun cuando en esencia no trasciende las competencias de los mercados locales, sí conlleva el reconocimiento

⁶⁸ Decreto 2555 de 2010, artículos 2.15.6.1.15 y 2.15.6.1.16 y Reglamento General de la BVC, Libro Séptimo, artículos 7.1.2.9.

⁶⁹ En este caso, es requisito que los inversionistas estén autorizados para mantener la inversión directamente en los mercados internacionales.

de mercados extranjeros y de las autoridades y la regulación local que rige en cada plaza, así como de sus emisores y de operadores.

Las condiciones operativas bajo las cuales se pacta el enrutamiento son muy relevantes, y por lo general les corresponde a los entes de control la definición de los criterios y elementos contentivos de las diversas relaciones en las que se basa el modelo. En el caso de Colombia, al igual que en Perú y Chile, la Superintendencia Financiera ha definido los *contenidos mínimos* de los acuerdos de integración⁷⁰ que deben regir las relaciones entre los operadores del mercado integrado, resaltando: (1) para las bolsas de valores: las especies que pueden negociarse, los horarios de negociación y tratamiento de festivos, los mecanismos de información sobre emisores extranjeros para inversionistas colombianos, el control de límites de operación y contraparte entre intermediarios y los mecanismos de continuidad de las operaciones; (2) para los administradores de depósitos de valores: los horarios y descripción de la infraestructura para la compensación y liquidación, la obligación de contar con procedimientos para los aspectos relacionados con la compensación y liquidación (registro y transferencia de valores, certificación de la titularidad, entre otros) y los mecanismos de continuidad de las operaciones; y (3) para los intermediarios: la obligación de realizar estudios de riesgo de contraparte y de infraestructura operativa de su par en el extranjero⁷¹, de cumplir el régimen de prevención de lavado de activos y financiación del terrorismo, de establecer límites operativos para la gestión de riesgos y la determinación de los mecanismos de continuidad de las operaciones.

Definidas las relaciones y las responsabilidades de cada parte, el sistema de enrutamiento de órdenes permite a los inversionistas de cada plaza negociar determinado tipo de especies en cualquiera de los otros mercados, en tanto se opere bajo la interconexión de las plataformas tecnológicas de las bolsas⁷², a través de agentes locales especializados y supervisados con acceso a dichos mercados y al amparo de las reglas de administración, custodia, compensación y liquidación de valores que se acuerden.

⁷⁰ Decreto 2555 de 2010, artículo 2.15.6.2.2., Circular Externa 1 de 2011.

⁷¹ Lo cual implica verificar que el intermediario extranjero tenga la capacidad legal, económica y operativa para cumplir las operaciones consecuencia del ingreso de órdenes al sistema.

⁷² La Bolsa estipulaba como condición de la operatividad el que se cuente con estándares mínimos técnicos, de seguridad, confiabilidad y trazabilidad exigidos por ella.

En Colombia el mercado integrado opera dentro de la estructura del sistema de cotización de valores del extranjero, solo que en este caso la entidad patrocinadora es la misma Bolsa como administrador del sistema y no las sociedades comisionistas de bolsa u otros agentes. De esta forma, el sistema de mercado integrado se ha definido como el conjunto de actividades, acuerdos, agentes, normas, procedimientos y mecanismos que tiene por objeto el enlistado de valores extranjeros de bolsas con las que se tenga convenio, para su promoción, adquisición o enajenación por parte de los participantes habilitados para actuar en el Mercado Integrado Latinoamericano, así como la divulgación de la información relacionada con los valores que se enlisten en él⁷³. En otras palabras, es un canal de oferta y demanda de valores transfronterizo, en la medida en que se permite el acceso y la negociación de valores a través de los sistemas de negociación locales desde cualquiera de los países parte, manteniendo la responsabilidad de la ejecución de las operaciones en cabeza de los agentes locales, tanto en lo que hace a las posturas y adquisiciones o enajenaciones como en la compensación y liquidación de los valores transados. De esa forma, lo que se recibe en el país del cual se origina la orden es un registro espejo de las anotaciones que llevan los depósitos de valores, lo cual permite conocer lo que se ha hecho a través de los operadores de valores y así cumplir con las obligaciones legales locales correspondientes, entre ellas el régimen de inversiones internacionales. El sistema contiene varios componentes que operan en su funcionamiento y que permiten la ejecución de las actividades de enlistado de valores extranjeros, ingreso de órdenes sobre dichos valores, control de límites sobre órdenes ingresadas por los participantes, difusión y entrega de información sobre las especies enlistadas y complementación de las operaciones.

Respecto al tipo de operaciones y a los potenciales inversionistas, el acuerdo de las bolsas, y en concordancia con ello, la regulación de los países del MILA permite la negociación por este sistema de valores de renta variable⁷⁴ y renta fija (a partir de 2016), por lo cual se podrán celebrar solo operaciones de contado en el mercado secundario, según las reglas que operen en las bolsas extranjeras participantes. En punto a

⁷³ Reglamento General de la BVC, Libro Octavo, aprobado por la Resolución 0691 del 5 de mayo de 2011.

⁷⁴ El Decreto 2555 de 2010, artículo 2.15.6.2.1, incluye como renta variable a las acciones, índices asociados a ellas y participaciones en carteras colectivas cuyo portafolio se encuentre invertido en acciones en el porcentaje que defina la Superintendencia Financiera de Colombia.

los inversionistas, la disposición colombiana señala que podrán invertir en el mercado integrado tanto los inversionistas profesionales como los clientes inversionistas.

Frente las obligaciones que se derivan de negociar en el mercado integrado, la Bolsa de Valores como administradora del sistema, a través su página virtual, debe facilitar a los inversionistas, a los participantes y al mercado en general el acceso a la información financiera, económica, contable, jurídica y administrativa del respectivo emisor, incluyendo aquella que se considere relevante en el mercado extranjero de origen del valor.

Por su parte, los operadores de las sociedades comisionistas de bolsa que participen en este mercado están obligados a advertir a los inversionistas acerca de las características, los derechos, obligaciones, restricciones y riesgos inherentes al tipo de inversión, así como los mecanismos para su protección a efectos de ejercer los derechos que dichos valores otorgan. Igualmente, constituye un deber suyo informar a los inversionistas que la negociación de dichos valores se encuentra sujeta a las normas que regulan los mercados extranjeros. Estas obligaciones, el marco de acuerdos con sus pares en el extranjero y las disposiciones relativas a la intermediación de valores conducen a que las sociedades comisionistas de bolsa sean las únicas responsables de las operaciones celebradas por el mecanismo de enrutamiento intermediado.

Significa lo anterior que en ningún caso un operador local puede anteponer como excusa la renuencia, negativa, revocación, desconocimiento, rechazo o falta de provisión de recursos o valores por parte del intermediario extranjero o incluso la terminación del respectivo contrato de enrutamiento intermediado cuando existan operaciones pendientes de cumplimiento.

Ahora bien: comoquiera que las operaciones se ejecutan acorde con la reglas del mercado del cual el valor es originario, la complementación de las operaciones celebradas por el mecanismo de enrutamiento intermediado es automática y se registra a nombre del depósito extranjero que tenga la calidad de depositante directo en el depósito local y que tenga suscrito con éste un acuerdo o convenio para compensar y liquidar este tipo de operaciones. Así, los depósitos de valores locales pueden administrar la posición de sus cuentahabientes en otros sistemas de compensación y liquidación extranjeros sin desagregación a nivel de beneficiario final. Pero los movimientos realizados en la cuenta extranjera deben reflejarse bajo la normativa local de manera

concurrente en el depósito centralizado de valores local, de manera que las cuentas de los inversionistas locales y los saldos de la cuenta sin participación pro indiviso del depósito local en el depósito extranjero deben permanecer conciliados⁷⁵.

Finalmente, la suspensión de un valor extranjero enlistado en el mercado integrado se rige por las reglas de la plaza en el cual éstos se encuentren originalmente inscritos o enlistados, y en ese sentido los valores extranjeros permanecerán enlistados en el MILA mientras se encuentre vigente su inscripción o enlistado en la bolsa extranjera con la cual se haya celebrado un convenio. Sin embargo, la cancelación de un valor enlistado en el mercado integrado es factible que se presente por decisión de la misma bolsa o a petición de la Superintendencia Financiera de Colombia, cuando, por ejemplo, se ha producido la terminación de memorandos de entendimiento entre el ente de supervisión de Colombia y las respectivas autoridades extranjeras, cuando los valores extranjeros dejan de cumplir las condiciones exigidas en los convenios de integración o en las disposiciones que rigen su negociación, por la cancelación del listado o registro del valor extranjero en la bolsa extranjera participante, cuando el ente de control revoque el reconocimiento internacional de la bolsa extranjera integrada por terminación del convenio de integración con la bolsa extranjera participante en la que los valores extranjeros se encuentren inscritos o porque la negociación, compensación o liquidación de estos valores no sea posible de manera permanente en los mercados participantes.

Así es como el MILA representa un avance en la prestación de servicios transfronterizos de las actividades de valores, en la medida que se constituye en un canal de mayor flujo de capitales —locales e internacionales— hacia un mercado que en términos de cifras se ha señalado como el primero con más emisores en Latinoamérica, el segundo en capitalización bursátil después de Brasil y el tercero en volumen de negocios, detrás de Brasil y México. Y si bien no puede afirmarse que ésta sea una unificación de los mercados de los países comprometidos, sí ha sido considerado el primer paso a un proyecto más robusto cual es la integración en un solo bloque, puesto que son visibles los esfuerzos realizados alrededor de la decisión inicial. Se destaca en primera instancia la estructura de gobierno corporativo ideada para el adecuado desarrollo hacia la integración, mediante la conformación de

⁷⁵ Decreto 2555 de 2010, artículo 2.15.6.2.2.

un Comité Ejecutivo⁷⁶ integrado por los representantes de las bolsas de valores y de los depósitos de los tres países y tres subcomité que ayudarán a definir la estrategia de posicionamiento y desarrollo del mercado. Estos son el subcomité operativo, el subcomité tecnológico y subcomité comercial y de mercadeo. Así mismo, la designación de un coordinador de entidad, con el objeto de centralizar e integrar las actividades requeridas para el funcionamiento del mercado integrado. En segundo lugar, es importante la concordancia en las reglas adoptadas en los países⁷⁷, respecto de los aspectos que aquí se han reseñado, con algunas pequeñas diferencias.

Dentro de esas diferencias se tiene, por ejemplo, que mientras que para Colombia, como se ha indicado, la negociación de los valores extranjeros se realiza a través del sistema de cotización de valores del extranjero, lo cual los exime de la inscripción en el RNVE de la Superintendencia Financiera, en Perú, aunque se trata de una inscripción automática, las especies negociadas a través de dichos sistemas deben inscribirse en los registros de la Conasev, y en Chile la Superintendencia puede eximir de la inscripción a los valores extranjeros emitidos en jurisdicciones con las cuales dicha entidad haya celebrado convenios de colaboración que permitan acceder a la información de manera veraz, suficiente y oportuna. En todo caso, para las autoridades, los agentes de infraestructura y las sociedades comisionistas de bolsa de estos mercados es un reto por el que deberán transitar. Para los intermediarios, pues son todavía pocos los que cuentan con plataformas que les permitan negociar en estos mercados y es necesario hacer esfuerzos operativos para ajustarse a las exigencias del nuevo mercado, ya que requieren conocer y entender los nuevos mercados, sectores y compañías así como modelos de operación de mercado distintos a los propios, asumiendo nuevos riesgos y desarrollando mecanismos de mitigación de estos.

⁷⁶ A partir del 6 de junio de 2011.

⁷⁷ En Chile, mediante la adopción del Manual de operaciones de los convenios de integración entre la bolsa de comercio de Santiago y bolsas extranjeras. Actualizado a 22 de agosto de 2011 (aprobado mediante la Resolución Exenta n.º 723 del 30 de octubre de 2009, de la Superintendencia de Valores y Seguros). En Perú, mediante la Resolución Conasev n.º 107-2010-EF/94.01.1 Lima, 29 de octubre de 2010, y la Resolución Conasev n.º 038-2011-EF/94.01.1, Lima, 24 de mayo de 2011, se expidió el Reglamento del Mercado Integrado a través del Enrutamiento Intermediado. Resolución Conasev n.º 079-1997-EF/94.10. Segunda Disposición Complementaria Final del Decreto Legislativo 1061 del 27 de junio de 2008. Reglamento de Instituciones de Compensación y Liquidación de Valores, aprobado por la Resolución Conasev n.º 31-99-EF/94.10.

Desde la perspectiva de los inversionistas y reguladores, es necesario pensar en que en las fases más avanzadas de la integración se consideren mecanismos y reglas supranacionales de protección de los inversionistas locales.

Las siguientes fases no solo requieren mayores esfuerzos de los actores privados y públicos y la voluntad política de los países, sino que reclaman esfuerzos muy importantes en materia de solución de problemas legales, operativos, cambiarios y tributarios que implican traspasar las fronteras locales y crear un mercado supranacional que les permita actuar en bloque, bajo unas mismas reglas de juego a los todos los agentes, con la misma moneda, al amparo de un solo régimen tributario y con autoridades que, si no únicas, actúen bajo una misma línea de supervisión y protección de los inversionistas. Se trata, entonces, de iniciativas prometedoras que con base en modelos como el de la Unión Europea se espera tomen rumbo en los mercados de Latinoamérica.

- Pasaporte regional de fondos de inversión colectiva

A fin de cumplir con los objetivos fijados en el Acuerdo de la Alianza del Pacífico, de construir una integración profunda y un mayor crecimiento, desarrollo económico y competitividad de las economías de sus integrantes, el Gobierno expidió el Decreto 1756 de 2017 para liberalizar la comercialización de los fondos de inversión colectiva entre los inversionistas de los cuatro países⁷⁸, y con otros a futuro, en tanto tengan suscritos convenios o acuerdos de intercambio de información y protocolos de supervisión con la Superintendencia Financiera de Colombia. El modelo basado en el reconocimiento mutuo, sin embargo, según el análisis efectuado por la Unidad de Regulación Financiera, con apoyo del Banco Mundial, presenta desafíos importantes principalmente en tres aspectos: diferencias en las características reguladoras estructurales y operacionales de los fondos en cada país, tasa de cambio y régimen impositivo.

Los requisitos impuestos en Colombia para los efectos señalados se resumen así:

- La inversión está permitida en valores inscritos en una o más jurisdicciones, en tanto estén autorizados por la autoridad del país de origen del fondo.

⁷⁸ Chile, Colombia, México y Perú. Esta normatividad se expone también en mayor detalle en el capítulo I de la parte I de este tomo IV de la obra colectiva.

- El administrador debe ser un sujeto sometido a supervisión en su jurisdicción y haber obtenido autorización para el desarrollo de su actividad.
- Deben aplicarse estándares de segregación patrimonial en cuya virtud los activos administrados constituyan un patrimonio independiente y separado del patrimonio propio de la entidad administradora y de los patrimonios de otros fondos de inversión administrados.
- Las entidades administradoras de los fondos de inversión colectiva están obligadas a suministrar información periódica a los inversionistas, incluyendo como mínimo los objetivos y la política de inversión de los fondos de inversión del exterior, el perfil de riesgo y retorno incluyendo la descripción de los riesgos a los cuales se encuentran expuestos, los costos, el desempeño histórico y los datos de contacto de las entidades administradoras.
- Dichas entidades deben contar con la figura del custodio profesional, sujeto a supervisión e independiente del administrador del fondo de inversión del exterior con la función de realizar al menos la salvaguarda (*safe keeping*) de los activos custodiados, bajo el régimen legal aplicable en la respectiva jurisdicción.
- Las entidades no deben permitir la realización de operaciones de naturaleza apalancada.
- Las participaciones de los fondos de inversión del exterior únicamente podrán ser adquiridas por cuenta de un cliente inversionista o de un inversionista profesional si en los países en los cuales operan dichos fondos tales instrumentos son adquiridos o enajenados por el mismo tipo de inversionistas o su equivalente en la respectiva jurisdicción.
- Finalmente, las instituciones del exterior que administren fondos de inversión abiertos del exterior, o que los distribuyan, y deseen promoverlos o publicitarlos en el mercado colombiano o a sus residentes solo podrán hacerlo por medio de la distribución especializada, y en este sentido seguirán las normas particulares señaladas en el Decreto 2555 de 2010.

Es de destacar que, en todo caso, la supervisión de los fondos de inversión del exterior a que se hace referencia en este aparte y de sus administradores se mantiene a cargo de la autoridad de supervisión de la jurisdicción de origen del respectivo fondo.

f”) *Colocación de valores de emisores locales en el exterior de manera exclusiva y simultánea - Inscripción en bolsas de valores*

internacionales. Inicialmente la Resolución 400 de 1995⁷⁹ abría la posibilidad de realizar colocación mediante oferta pública de valores en el exterior e inscribir valores emitidos en Colombia en bolsas internacionales sin que mediara una oferta pública local. Dicha autorización, sin embargo, estaba condicionada a obtener de manera previa autorización de la Superintendencia de Valores y con ello al cumplimiento de una serie de requisitos de manera previa a la salida a los mercados internacionales.

La citada disposición fue modificada en el año 2007, para permitir que las entidades constituidas en el país emitan valores para ofrecerlos en los mercados de valores del exterior o inscribir valores emitidos en Colombia en bolsas internacionales sin que medie una oferta local, sujetas únicamente a la normativa externa aplicable, y en todo caso sin perjuicio del cumplimiento de las normas colombianas que resulten aplicables en materia tributaria, cambiaria y de inversiones de capital del exterior.

Del mismo modo, las entidades constituidas en Colombia habilitadas para ser emisores de valores fueron autorizadas para hacer colocaciones simultáneas en los mercados internacionales y en el mercado local previa autorización de la Superintendencia Financiera de Colombia en lo que se refiere a la oferta local, pero aceptando prácticas internacionales que faciliten la colocación de los títulos, incluyendo el proceso de formación de precios y el plazo de la oferta. En el caso de ofertas simultáneas de acciones y bonos obligatoriamente convertibles en acciones, se ha señalado que se requiere que la sociedad emisora tenga sus acciones inscritas en una bolsa de valores colombiana⁸⁰.

BIBLIOGRAFÍA

Doctrina

ARTETA, CARLOS; BARRY EICHENGREEN y CHARLES WYPLOZ, “When does capital account liberalization help more than it hurts?”, en *National Bureau of Economic Research*, working paper n.º 8414, 2001.

⁷⁹ Artículo 1.2.4.68 modificado por la Resolución 489/1998 y el Decreto 2177/2007, incorporados hoy al Decreto 2555 de 2010, artículo 6.12.1.1.1.

⁸⁰ Decreto 2555 de 2010, artículo 6.13.1.1.1 (antes Resolución 400 de 1995, artículo 1.2.4.72, modificado por la Resolución 489 de 1998, artículo 1.º y Decreto 2177/2007).

- BHAGWATI, JAGDISH, “The capital myth: The difference between trade in widgets and dollars”, en *Foreign Affairs*. Nueva York, volumen 77, tema 3, mayo-junio de 1998.
- BLAIR HENRY, PETER, “Capital Account Liberalization: Theory, evidence, and speculation”, en *National Beureau of Economic Research*, working paper n.º 12698, noviembre de 2006.
- Bolsa de Valores de Colombia, Reglamento, Libro Séptimo, aprobado mediante la Resolución 1941, del 4 de octubre de 2010. Resolución 1105 del 19 de julio de 2012.
- DESAI, MIHIR A., *Cross-Border Listings and Depositary Receipts* [en línea]. Disponible en <http://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=30818> [consulta: 4 de mayo de 2016]. Harvard Business School Background Note 204-022, enero de 2004.
- GOCHOCO-BAUTISTA, MARÍA SOCORRO y otros, *How effective are capital controls in Asia?* [en línea]. Disponible en <http://www.adb.org/publications/how-effective-are-capital-controls-asia> [consulta: 25 de mayo de 2016], octubre de 2010.
- Plan Nacional de Desarrollo, *Plan Nacional de Desarrollo Económico y Social, la Revolución Pacífica (1990-1994) - Cambios estructurales - Mercado de capitales* [en línea]. Disponible en https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/PND/Gaviria_Prologo.pdf [consulta: 4 de mayo de 2016].
- RODRIK, DANIK, “Who needs capital account convertibility?”, [en línea]. Disponible en <http://drodrik.scholar.harvard.edu/publications/who-needs-capital-account-convertibility> [consulta: 4 de mayo de 2016], Harvard University, 1998.

PARTE CUARTA

CAPÍTULO ÚNICO

LA AUTORREGULACIÓN EN LOS MERCADOS DE VALORES* **

STELLA VILLEGAS DE OSORIO***

JOSÉ YESID BENJUMEA BETANCUR****

1. CONSIDERACIONES PREVIAS Y ÁMBITO DE APLICACIÓN

Los mercados financieros y sus intermediarios son sujetos de supervisión por parte del Estado, en la medida en que administran recursos de la comunidad. Por ello, la confianza resulta ser uno de los atributos fundamentales de dicha industria. En expresiones de la Corte Constitucional, “Tales actividades se encuentran sometidas a un régimen estricto de intervención del Estado, que deviene directamente de la Constitución, en el sentido de requerir autorizaciones previas para su funcionamiento, y estar constantemente vigiladas y controladas por organismos gubernamentales de carácter técnico, llamados a ejercer funciones de policía administrativa, como lo es precisamente la Superintendencia Financiera de Colombia, con el propósito de asegurar la confianza en el sistema financiero, garantizar la transparencia de las actividades realizadas por las entidades vigiladas, evitar la comisión

* Para citar este libro: <http://dx.doi.org/10.15425/2017.270>

** Documento elaborado en el año 2012.

*** Stella Villegas de Osorio es abogada de la Pontificia Universidad Javeriana. se desempeñó como presidenta de la Asociación de Fiduciarias.

**** José Yesid Benjumea es abogado y especialista en Derecho Procesal de la Universidad Nacional de Colombia. Magister en Derecho Económico de la Pontificia Universidad Javeriana. Diplomado en Mercado Público de Valores, de la Universidad Externado de Colombia. Se desempeñó como secretario técnico del tribunal disciplinario del Autorregulador del Mercado de Valores. Actualmente es procurador judicial para Asuntos Civiles de la Procuraduría General de la Nación.

de delitos y proteger los intereses de terceros de buena fe que pueden resultar lesionados por operaciones de mercado irregulares, inseguras o inadecuadas”¹.

En varias disposiciones normativas se califica esta actividad como de interés público, tal como la cataloga la Constitución Política de Colombia, cuyo artículo 335 así la define, incluidas todas aquellas “relacionadas con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos de captación”, disposición que, además, le atribuye al presidente de la República su inspección y vigilancia. La Corte Constitucional hace alusión a este precepto constitucional al indicar que, “[...] por mandato de la Carta[,] dicha actividad sólo puede ser ejercida previa autorización estatal, y se encuentra sujeta a la regulación que efectúe el legislador y a las disposiciones que profiera el Gobierno en ejercicio de la facultad de intervención que le confiere el artículo 189, numeral 25 de la Constitución”².

Los modelos de regulación a cargo del Estado han evolucionado desde los que se focalizaban en aspectos meramente formales de la operación, con una tendencia a ser eminentemente casuísticos y por ello rígidos en sus conceptos, hasta el punto de perder la agilidad y la efectividad que requiere el sector financiero en general. Sistemas más modernos tienden a ser más acordes con la realidad de los mercados, para lo cual la supervisión tiene como atributo el exigir a los vigilados que actúen sobre la base de normas de conducta a las que deben someterse, cuya finalidad es proteger al consumidor financiero de posibles abusos de los intermediarios y, particularmente, preservar la estabilidad del sistema.

Por otro lado, la supervisión preventiva se inscribe dentro de las prácticas más recientes a las que se ha hecho alusión, y se orienta a velar por la seguridad y la solidez de las instituciones, aspecto que los clientes no están generalmente en capacidad de percibir, lo cual determina que sea el propio Estado, a través de los denominados *reguladores*, el que se reserva este tipo de control. Cuando la vigilancia se concreta en la

¹ Sentencia C-692/07. MP: Rodrigo Escobar Gil. Con esta providencia se pronunció sobre la constitucionalidad de los artículos 4-h, 24, 25, 27, 28, 29 y 32, de la Ley 964 de 2005, “Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones”.

² Corte Constitucional, sentencia C-692/07.

forma como las entidades deben cumplir sus compromisos con clientes e inversionistas, sobre la base de reglas de diligencia que van desde lo normativo hasta lo ético, el regulador les abre paso a otros sistemas privados que le sirven de complemento a la supervisión oficial, que en la actualidad han evolucionado para ser prestados por entidades que de manera especializada asumen el rol de autorreguladores de los mercados y de sus partícipes.

2. ORÍGENES HISTÓRICOS DE LA AUTORREGULACIÓN

A) *Estados Unidos, Reino Unido y Colombia*

El modelo de autorregulación típico del sistema anglosajón se adoptó por primera vez en los Estados Unidos en el siglo XVII en forma voluntaria por parte de la Bolsa de Valores de Nueva York, y convertido en regla obligatoria a raíz de la crisis económica de los años treinta del siglo XX. Las bolsas de valores a través de todos los tiempos venían cumpliendo con la misión de protección a los inversionistas, para lo cual actuaban como supervisores para controlar “las prácticas financieras, operativas y comerciales, y para velar por su cumplimiento vigilando el mercado en tiempo real, exigiendo informes [...] de la actividad de los miembros, y realizando auditorias anuales, así como toda otra serie de exámenes a lo largo del año”³. En el sistema estadounidense, la Securities and Exchange Commission (SEC) cuenta con la facultad de revisar las sanciones impuestas por las bolsas a sus miembros e inclusive para aplicar sanciones adicionales, si lo considera necesario.

En el Reino Unido también se incluyó la autorregulación obligatoria para los mercados de valores en 1930, a cargo de la bolsa de valores. Años más tarde, dentro de la Financial Services Act, disposición expedida en 1986, se le dio un marco normativo a dicho régimen. Las operaciones bursátiles cumplidas por la bolsa inglesa no se encontraban reguladas por el Estado, ni éste contaba con una entidad oficial que se encargara de regular el mercado de valores. Su control se ejercía por parte del Stock Exchange Council, órgano privado que surgió en 1973 como resultado del proceso “implementado por las Rules and Regulations of the Stock Exchange de 1973”⁴. A partir del 2001 se

³ Mariano Carbajales, *La regulación del mercado financiero. Hacia la autorregulación del Mercado de Valores*, Madrid, Marcial Pons, Fundación de Estudios Financieros, 2006.

⁴ Mariano Carbajales, *La regulación del mercado financiero*.

unificó en una sola entidad oficial la regulación de los mercados financieros, en cabeza de la denominada Financial Services Authority. Las bolsas de valores de ese país mantienen hoy en día su función de autorregulación, incluida la Bolsa de Londres, cuya desmutualización⁵ se aprobó en el año 2001, momento en el cual se abandonó el sistema puro de autorregulación (eminentemente voluntario), del cual ellos eran los principales gestores, para consagrar otro en el que coexisten las competencias públicas y privadas.

Colombia se ha caracterizado desde fechas tempranas por acoger sistemas de supervisión utilizados internacionalmente. Fue así como al inicio de los años veinte del siglo XX el Gobierno vinculó a la Misión Kemmerer, grupo de consultores estadounidenses que se encargaron de preparar una serie de proyectos de ley, convertidos luego en legislación permanente, que permitieron contar con medidas dirigidas a los sectores bancario y asegurador. La Misión observó que el sistema financiero colombiano carecía de un auténtico control; advirtió asimismo que la información que entregaban los sujetos de supervisión a las autoridades y a sus clientes no resultaba confiable ni adecuada y que el respaldo patrimonial de estos establecimientos era insuficiente frente a las exigibilidades que adquirirían. Encontró además la Misión serias deficiencias en los límites de liquidez que debían mostrar los bancos establecidos en el país, así como en la forma en que la autoridad ordenaba calcularla. La Misión también trabajó en enmarcar al sistema bajo el principio que hasta hoy perdura, que le da a la actividad financiera el carácter de servicio de interés público, como se expresó anteriormente.

Fue bajo esta reforma como nuestro país se anticipó a la crisis de 1930⁶, aplicando una normatividad que incluyó la creación de la Superintendencia Bancaria⁷. Dicho organismo contaba con amplísimas facultades discrecionales⁸ para aplicarlas al sector bancario y al asegurador y, después, a las bolsas de valores y sus intermediarios. Desde ese

⁵ Para profundizar en el concepto de “desmutualización”, véase el numeral 2.1.2 del capítulo I de la parte II del tomo IV de esta obra colectiva.

⁶ Este conflicto tuvo consecuencias internacionales, cuyo efecto alcanzó a afectar nuestra propia economía. Tomado del artículo de José Antonio Ocampo y Santiago Montenegro “La crisis mundial de los años treinta en Colombia”, en *Revista Desarrollo y Sociedad*, n.º 7, CEDE, Uniandes, enero de 1982.

⁷ Ley 45 de 1923.

⁸ Estas facultades se han limitado, tanto por disposiciones legales como por providencias judiciales, de tal manera que la Superintendencia Financiera de Colombia ha pasado de contar con un poder discrecional amplio a uno reglado.

entonces la Superintendencia verifica las condiciones de idoneidad y profesionalismo que deben acreditar quienes se encuentran interesados en formar parte del sector financiero en su acepción más amplia.

La estructura de la Ley 45 de 1923 que recogió el trabajo de la Misión tenía una clara orientación a la actividad bancaria; se cimentaba en la enumeración taxativa de actividades permitidas y prohibidas, aplicables a las que se denominaban secciones comerciales, de ahorros, hipotecarias y fiduciarias de los bancos. La ley otorgaba al superintendente facultades disciplinarias y la posibilidad extrema de aplicar la toma de posesión de los establecimientos que a su juicio faltaran a sus deberes en forma grave y también la expulsión dirigida a los administradores cuando cometieran irregularidades serias. Las medidas sancionatorias que en materia de multas incluían la Ley 45 resultaban muy débiles para décadas posteriores a su expedición, que se caracterizaron por el desarrollo de los mercados y las novedosas operaciones que el sector financiero empezaba a aplicar.

En la medida en que las actividades relacionadas con el mercado público de valores se hacían más complejas, los propios intermediarios acogieron sistemas voluntarios de control, que sirvieron para complementar las funciones propias de la Superintendencia Bancaria y la finalidad de interés público que caracteriza dicha supervisión. El cometido, inicialmente utilizado exclusivamente por las bolsas de valores para aplicarlo a sus intermediarios, se concretaba en la disciplina del mercado. La autorregulación surgió desde 1929, coincidente con la creación de la primera bolsa de valores que se estableció en el país. En los estatutos sociales de la institución se creó una Cámara Disciplinaria, órgano encargado de la disciplina de los miembros de la Bolsa que incumplieran con las obligaciones de tipo bursátil.

Mediante el Decreto 2969 de 1960⁹, el Gobierno le dio base legal a un modelo que hasta la fecha se fundamentaba en una decisión potestativa del sector, exigiendo a las bolsas de valores “Velar por el estricto cumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias por parte de sus miembros, evitando especulaciones perjudiciales para los valores inscritos o para la economía nacional”. En aparte de la providencia que revisó la constitucionalidad de la Ley 964 de 2005 se expresó: “Con la expedición del Decreto Ley 2969 de 1960 [...] la figura de la autorregulación en materia bursátil fue incorporada en una norma de

⁹ Decreto Legislativo 2969 de 1960, que como tal tenía fuerza de ley.

derecho positivo; es decir, se estableció un ordenamiento jurídico que consagraba formalmente la institución de la autorregulación bursátil¹⁰.

Más adelante, la Bolsa de Valores de Colombia¹¹, producto de la fusión de las tres entidades que antes prestaban este servicio en el país, dio un paso más para asegurar independencia en la actividad de autorregulación y mejorar sus estándares, para lo cual separó la organización propiamente bursátil de la concerniente a la disciplina, bajo un esquema que mostraba estructura propia, independencia funcional, incluida su autonomía patrimonial y una mayor fortaleza al establecer la figura del Rector del Mercado, responsable de la función de supervisión y disciplina. Todo lo anterior complementado con la participación equitativa en la Cámara Disciplinaria, de representantes de los comisionistas de la bolsa y de miembros externos, estos últimos en representación de los distintos tipos de agentes que actúan normalmente a estos mercados, para asegurar que las actuaciones fueran juzgadas por personas versadas e independientes.

Respecto de los antecedentes normativos que de la autorregulación figuran en Colombia, es indispensable hacer mención a la Ley 964 de 2005, disposición que incorporó, entre otras medidas, una modificación sustancial a esta institución. La disposición ordena a todos los que realicen actividades de intermediación de valores¹², que se registren en algún organismo de autorregulación autorizado por la Superintendencia Financiera de Colombia y se acojan a sus funciones de autorregulación, con lo cual se amplió la obligación de someterse a las reglas de la autorregulación¹³ al incluir a los demás operadores que actúan en el mercado y a sus agentes. Este avance legislativo reconoce que en nuestro entorno los agentes del mercado van más allá de los comisionistas de las bolsas de valores, a quienes se venía exigiendo en forma exclusiva que se sometieran a patrones de autorregulación, regla que superó un vacío de supervisión, regulación y disciplina que se venía observando en el sector financiero, incluido un claro arbitraje entre los distintos agentes que se ocupan de la intermediación en el mercado de valores.

¹⁰ Corte Constitucional, sentencia C-692/07.

¹¹ La Bolsa de Colombia adoptó el modelo “autorregulación” bajo el enfoque recomendado en documento de la IOSCO denominado “Modelo para una autorregulación efectiva”, según se incluyó en los reglamentos en la Bolsa de Valores de Colombia, que empezaron a regir el 7 de junio de 2004.

¹² Artículo 25 de la Ley 964 de 2005.

¹³ Hasta este momento la autorregulación se exigía solamente a los comisionistas de bolsas de valores.

Tal como quedó expresado, la institución que hasta la expedición de la Ley 964 de 2005 era aplicable exclusivamente a los comisionistas del mercado bursátil se amplía para cobijar a bancos, administradoras de fondos de pensiones y fondos de cesantía, sociedades fiduciarias, compañías de seguros y sus agentes, así como a cualquiera de los actores que participan en los mercados y que cumplan con las actividades que el legislador catalogó como propias de la intermediación de valores, la cual responde a prácticas aconsejadas a nivel internacional por organismos como la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por la sigla en inglés [International Organization of Securities Commissions]), con lo cual se generalizaron las reglas hasta hoy aplicadas exclusivamente para el campo bursátil.

La sustentación que se dio en la ponencia para el primer debate del proyecto de ley que a la postre se convertiría en la Ley 964 de 2005, para justificar el establecimiento del nuevo modelo de la denominada por la doctrina “autorregulación regulada”, se concreta en la exposición de motivos de la ley, que recoge la finalidad que el ejecutivo y el legislativo buscaron para propiciar esta novedosa reforma. El escrito expresa:

Con el fin de preservar los buenos usos de los participantes del mercado de valores, propender por el cumplimiento de sus compromisos, profesionalizar el mercado y la actividad de los intermediarios y velar por el cumplimiento y efectividad de la regulación, la adopción de normas en materia de autorregulación constituye elemento esencial para el buen funcionamiento del mercado. Esta función complementaría la labor de la Superintendencia de Valores¹⁴ como supervisor del mercado y sus agentes¹⁵.

La propia Superintendencia Financiera de Colombia realizó una sólida justificación de la procedencia de la Ley 964 de 2005 con ocasión de la intervención que realizó la entidad ante la Corte Constitucional, para defender la constitucionalidad de la norma, bajo su percepción como regulador de los mercados financieros. Declaró la Superintendencia: “[...] la Ley 964 de 2005 reconoció las exigencias del mercado y del entorno económico colombiano, para disponer la creación de herramientas que propendan por un ejercicio eficiente, coordinado y

¹⁴ La Superintendencia de Valores hoy Superintendencia Financiera de Colombia. La misma Ley 964 de 2005 ordenó la fusión de la Superintendencia de Valores y la Bancaria, para dar presencia a la Superintendencia Financiera, en adelante la encargada de la supervisión del sector, incluido el típicamente de mercado.

¹⁵ *Gaceta del Congreso*, n.º 387 del 23 de julio de 2004.

complementario de las funciones de control y supervisión de agentes especializados y dinámicos que pueden armonizar su desarrollo con el de las rígidas instituciones estatales”, y “es claro que la Ley 964 de 2005 no pretendió suplir las funciones que el constituyente atribuyó al ejecutivo, sino que estableció un mecanismo adicional de control y vigilancia, con el fin de preservar la integridad del mercado y la confianza de los inversionistas”¹⁶. En este orden de ideas, el esquema contenido en la ley en mención es un mecanismo que en conjunto con la vigilancia y el control que ejerce la Superintendencia Financiera resulta fundamental para garantizar el orden del mercado y, como lo expresó el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras en la oportunidad referida, “la autorregulación [es] un complemento a la intervención del Estado en el mercado de valores que propende por la mitigación del riesgo sistémico” que complementa la finalidad central de la autorregulación”.

*B) Antecedente del estatuto legal
de la autorregulación en Colombia*

La justificación y orientación del concepto de *autorregulación* contenido en la Ley 964 de 2005 queda plenamente satisfecha con la manifestación de la Corte Constitucional al declarar la constitucionalidad de algunos de los artículos demandados mediante acción pública¹⁷, al indicar: “Sin detenerse en el sistema económico imperante, el Estado moderno está entonces llamado a cumplir un papel preponderante en la labor de regulación e inspección de la economía, pues por esa vía se busca orientar la actividad hacia la consecución de ciertos resultados que sean afines con el interés general y con los objetivos y propósitos que, según sus específicos postulados, pretenda la respectiva forma de organización estatal. En ese escenario, atendiendo al modelo económico existente, el Estado tendrá un mayor o menor grado de intervención para lograr la efectividad de los fines sociales propuestos y para corregir los defectos e imperfecciones de los mercados”.

En la Ley 964 de 2005 quedaron claramente establecidos los objetivos y criterios de la denominada intervención del Gobierno Nacional sobre actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos

¹⁶ Corte Constitucional, sentencia C-692/07.

¹⁷ La demanda se centró en la inconstitucionalidad de los artículos 4-h, 24, 25, 27, 28, 29 y 32 de la Ley 964 de 2005.

captados del público que se efectúen “mediante valores”, concepto este último que se introdujo por primera vez en la legislación financiera y que corresponde a una noción más amplia de la utilizada anteriormente por el legislador. Se precisó para efectos de la ley citada, que “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”. Se incluyó en la norma, además, la enumeración de los títulos y contratos que poseen tal condición¹⁸.

Por su parte, dispuso la ley que la autorregulación “no tiene el carácter de función pública¹⁹”, precisión a partir de la cual la Corte Constitucional interpreta que “El esquema de autorregulación previsto en la Ley 964 de 2005 no reemplaza ni sustituye la función pública de intervención en el mercado de valores [...] la inspección, vigilancia y control sobre la actividad financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público, es una función pública indelegable que le corresponde ejercer al Presidente de la República, por expreso mandato constitucional (C.P. art. 189-24), y que se lleva a cabo a través de la Superintendencia Financiera de Colombia (Ley 35 de 1993 y Decreto 4327 de 2005)²⁰”. La precisión que incluyó la Ley sobre el carácter de la autorregulación, sirvió de base para fundamentar la consideración de la Corte sobre esta materia en particular, con lo cual se despejaron las dudas sobre la naturaleza de esta institución.

El legislador fue riguroso, además, al determinar de manera expresa los objetivos de la mencionada intervención sobre el mercado de valores, determinando que se debe orientar dicha función a proteger los derechos de los inversionistas, a promover el desarrollo y la eficiencia del mercado y a prevenir y manejar su riesgo sistémico. También estableció la disposición que la actividad gubernamental se debe encaminar a preservar el buen funcionamiento del mercado; a lograr su equidad, transparencia, disciplina e integridad y, en general, a asegurar la confianza del público. De la misma forma, se puntualizaron en la norma los criterios que deben caracterizar la gestión del Gobierno Nacional

¹⁸ Se precisó para efectos de la ley citada, que “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”. Se incluyó en la norma, además, la enumeración de los títulos y contratos que poseen tal condición (artículo 2.º de la Ley 964 de 2005).

¹⁹ Parágrafo 2.º del artículo 25 de la Ley 964 de 2005.

²⁰ Corte Constitucional, sentencia C-692/07.

sobre esta misma materia, exigiéndole que se promueva el desarrollo y la democratización del mercado de valores, así como su conocimiento entre el público. Sobre la regulación y la supervisión del mercado de valores, se dispuso que éstas se ajusten a las innovaciones tecnológicas que faciliten el desarrollo de nuevos productos y servicios dentro del marco establecido en la Ley 964. Además, entre otras reglas, el legislador dispuso que se debe propender a que con la regulación y la supervisión se eviten los arbitrajes, procurando que exista uniformidad en las normas que se expidan²¹.

Otro aporte de la Ley 964 de 2005 se ocupa de la enumeración de las actuaciones que se consideran actividades del mercado de valores, entre las cuales se incluye en forma expresa “la autorregulación a la que se refiere la citada ley”, además de las relacionadas con la emisión, la oferta de valores y su intermediación; la administración de sistemas de negociación o de registro de valores, futuros, opciones y demás derivados; la compensación y liquidación de valores; la calificación de riesgos; el suministro de información al mercado de valores, incluyendo el acopio y procesamiento de ella, y las demás que determine el Gobierno Nacional. En punto a la autorregulación, se reservó al Gobierno Nacional la facultad de dictar las normas que procuren el desarrollo del esquema, dejando a salvo la autonomía que corresponde a los organismos que se encarguen de la prestación este servicio²², punto que se destaca por cuanto resulta ser uno de los atributos que garantizan la eficacia de la supervisión privada.

La propia Ley 964 estableció en su artículo 25 que están obligados a autorregularse “quienes realicen actividades de intermediación de valores [...]”. En el mismo sentido el Decreto 2555 de 2010 expresa: “[E]stán en la obligación de autorregularse en los términos del presente libro quienes realicen actividades de intermediación de valores”. Por su parte, la actividad de “intermediación de valores”, según se expresó, fue catalogada por el legislador como actividad del mercado²³. Finalmente, el Decreto 2555 de 2010 definió lo que se entiende como “operaciones de intermediación del mercado de valores”²⁴.

²¹ Artículo 1.º de la Ley 964 de 2005.

²² Literal h del artículo 4.º de la Ley 964 de 2005.

²³ Literal a del artículo 4.º de la Ley 964 de 2005.

²⁴ Decreto 2555 de 2010, parte 7, libro 1, artículo 7.1.1.1.2. Para un estudio detallado de la intermediación, véase el tomo III de esta obra colectiva.

En el capítulo segundo la ley²⁵ se refirió en concreto a la autorregulación del mercado y su disciplina, fijando su ámbito y relacionando el tipo de funciones que deben cumplir los organismos que sean autorizados para encargarse de este sistema de supervisión. Dispone la ley que las funciones de tales entidades serán normativas, de supervisión y de disciplina. La actividad normativa estará dirigida a “la adopción de normas para asegurar el correcto funcionamiento de la actividad de intermediación²⁶”; la de supervisión tendrá como objetivo la verificación del cumplimiento de las disposiciones a las que deben someterse los agentes autorregulados; y la disciplinaria comporta “la imposición de sanciones por el incumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación”.

Es de destacar el hecho de que la autorregulación según la exigencia del legislador va más allá de la simple disciplina. Por tanto, los organismos autorreguladores, por la misión legal que les fue asignada de responder por el correcto funcionamiento de las operaciones de intermediación, deben expedir y mantener las reglas necesarias para asegurar el buen comportamiento del mercado y anticiparse a los problemas que atenten contra la seguridad de la actividad, llegando hasta la imposición de sanciones, si las situaciones lo precisan. En atención a la función normativa de estos organismos, deberán contar con reglamentos previamente autorizados por la Superintendencia Financiera de Colombia, que se presumirán conocidos por quienes se encuentren sometidos a ellos, y serán de obligatorio cumplimiento²⁷.

El legislador también estuvo atento a que en el actuar de las entidades encargadas de aplicar la autorregulación no se presenten “arbitrajes”²⁸, ejercicio que le asignó al Gobierno Nacional, en el entendido de que

²⁵ Artículo 24 de la Ley 964 de 2005.

²⁶ El párrafo 2.º del artículo 24 de la Ley 964 mantuvo vigente la facultad que tienen las bolsas valores “de reglamentar la negociación y operaciones que se celebren a través de ellas y las actuaciones de sus miembros”.

²⁷ Artículo 28 de la Ley 964 de 2005.

²⁸ Párrafo 1.º del artículo 24 de la Ley 964 de 2005: “Estas funciones se deberán cumplir por las entidades autorizadas para actuar como organismos autorreguladores, en los términos y condiciones que determine el Gobierno Nacional. En ejercicio de esta facultad, el Gobierno Nacional deberá propender porque se eviten los arbitrajes entre las entidades que deberán cumplir con las obligaciones de autorregulación previstas en la presente ley, así como establecer medidas para el adecuado gobierno de los autorreguladores”.

la función puede ser ejercida por uno o varios agentes y que las determinaciones que se apliquen a los sujetos autorregulados deben ser equivalentes, para poder asegurar un mercado ordenado y con iguales oportunidades y cargas para todos. Sobre este punto, valdría la pena sopesar si la reserva que se tuvo en la ley para evitar conflictos derivados de arbitrajes, también tendría aplicación cuando de las determinaciones que surjan de la Superintendencia Financiera en su condición de “regulador” y las decisiones del “Organismo Autorregulador” puedan generarse dichos inconvenientes entre los distintos agentes del mercado. Esto se minimiza con el precepto incluido en el parágrafo 5.º del artículo 25 de la ley en mención, que deja abierta la posibilidad de suscribir acuerdos o memorandos de entendimiento entre la Superintendencia Financiera y los organismos autorreguladores, con el objeto de coordinar esfuerzos en materia disciplinaria, de supervisión e investigación, conjugando mutuamente la finalidad que busca el Estado al someter a vigilancia a quienes ejerzan actividades de intermediación, finalidad claramente expresada por la Corte Constitucional así: “Sin detenerse en el sistema económico imperante, el Estado moderno está entonces llamado a cumplir un papel preponderante en la labor de regulación e inspección de la economía, pues por esa vía se busca orientar la actividad hacia la consecución de ciertos resultados que sean afines con el interés general y con los objetivos y propósitos que, según sus específicos postulados, pretenda la respectiva forma de organización estatal. En ese escenario, atendiendo al modelo económico existente, el Estado tendrá un mayor o menor grado de intervención para lograr la efectividad de los fines sociales propuestos y para corregir los defectos e imperfecciones de los mercados”²⁹.

Cuestión de particular significación es que la Ley 964 de 2005, al reconocer el riesgo social y el interés público de las actividades que corresponden al mercado de valores, ordenó aprobar exámenes de idoneidad para inscribirse o para permanecer en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores.

Otra medida que resulta importante para la seguridad de la institución es la que establece que los organismos de autorregulación a los que se refiere la Ley 964 responderán civilmente solo cuando exista culpa grave o dolo³⁰. Esta disposición lleva a que las decisiones de los organismos de autorregulación estén adecuadamente protegidas.

²⁹ Corte Constitucional, sentencia C-692/07.

³⁰ Parágrafo 3.º del artículo 25 de la Ley 964 de 2005.

3. LA AUTORREGULACIÓN REGULADA, GÉNESIS Y ALCANCE DE LA FIGURA

La autorregulación es un conjunto de reglas de buena conducta que normalmente acogen sectores con alta profesionalidad y cultura de riesgos, que ofrecen productos o servicios especializados y cuya vinculación se asegura mediante convenios en los que prima la autonomía de la voluntad de los partícipes, por lo que, en principio, su organización y sus decisiones no dependen de autorizaciones ni de controles gubernamentales. La normatividad a la que se sujetan las empresas se concreta en primera instancia mediante códigos internos más flexibles, acogidos luego colectivamente por sectores que cuentan con cierta homogeneidad en sus productos o servicios. Las reglas se adoptan como de obligatorio cumplimiento para sus partícipes y disciplinadas conforme a reglamentos que deben ser acogidos integralmente por todos los interesados, quienes aceptan, además, que su incumplimiento les ocasione sanciones impuestas por órganos disciplinarios designados para dicho efecto.

La Corte Constitucional aportó una completa definición del mecanismo de autorregulación de los mercados, bajo el contexto que el legislador pretendió inculcar al sistema financiero, desde un ángulo de supervisión compartida entre el Estado y los particulares:

Desde una perspectiva jurídica amplia, la autorregulación hace alusión a la forma en que los particulares y las organizaciones privadas actúan y se relacionan. En este contexto, se define como el instrumento mediante el cual grupos de individuos y agentes de cualquier negocio o industria, con base en la autonomía que el ordenamiento les reconoce, acuerdan unas pautas de conducta o un marco jurídico de deberes y obligaciones recíprocas, cuyo incumplimiento tiene repercusiones de diversa naturaleza.

Se trata de un mecanismo de negociación con vocación reguladora, materializado a través de instrumentos impositivos como convenios, normas técnicas, manuales de buenas prácticas y códigos de conducta, en cuya elaboración, desarrollo y aplicación no interviene ni participa el Estado. Tales instrumentos son acordados voluntariamente por sujetos privados, en relación con la actividad que cumplen, y contienen la normatividad aplicable a las relaciones que se suscitan entre ellos. En tales instrumentos se puede prever también el sometimiento de todos los suscriptores del convenio al control de su cumplimiento adelantado por un tercero imparcial (ente autorregulador)³¹.

³¹ Corte Constitucional, sentencia C-692/07.

En la misma dirección de lo expresado, la Universidad de los Andes, en defensa de la constitucionalidad de la Ley 964 de 2005, por intermedio de uno de sus docentes afirmó que “la autorregulación permite crear valor en el mercado bursátil por cuanto ofrece servicios bajo el gobierno de reglas de autodisciplina que aminoran los riesgos financieros a los que se exponen los agentes del mercado. De igual forma, permite la adopción de reglas de juego desde la industria, de manera que las personas que mejor conocen la actividad bursátil pueden corregir oportunamente los reproches contra la transparencia del mercado. Así, son los mismos actores del mercado de valores quienes intervienen en éste, propenden por su profesionalización, por la adopción de reglas uniformes y por la represión de conductas contrarias a la sana práctica del mercado”³².

El fundamento bajo el cual normalmente se construye un sistema de autorregulación estriba habitualmente en valores y deberes propios de la actividad, que permiten elevar sus estándares y conseguir transparencia en las operaciones que llevan a cabo sus partícipes. Cuando se logran estos propósitos, la autorregulación contribuye al desarrollo de los mercados que se acogen al mecanismo y permite reducir prácticas contra la libre competencia.

La doctrina señala que la autorregulación es un instrumento “que muestra la capacidad que poseen los sujetos privados de dotarse de estructuras que, en función de sus características [...] cumplen la función de aprobar y garantizar el cumplimiento de las normas de comportamiento que deben respetarse en el ejercicio de actividades que requieren un cierto grado de especialización o profesionalización”; “[...] La articulación de las profesiones en torno a unos conocimientos técnicos especializados, y a una concepción ética común acerca de su función social, permite sostener que la autorregulación que emerge de tales estructuras posee un elevado componente técnico —reglas técnicas, normas técnicas, *lex artis*, protocolos de actuación, manuales de buenas prácticas, certificaciones técnicas— y una importante carga ética —códigos éticos, códigos de conducta, decisiones de organismos de autocontrol”³³.

En este mismo sentido se afirma que en economías y actividades influenciadas por la globalización los empresarios requieren centrarse

³² Ídem.

³³ María Mercè Darnaculleta i Gardella. *Autorregulación y derecho público: la autorregulación regulada*, Madrid, Marcial Pons, 2005.

en objetivos de calidad, buen gobierno corporativo y estrategias que contribuyan a la minimización de sus riesgos, para asegurar la competitividad de las empresas, todo lo cual se logra con base en políticas integrales tendientes a mejorar la profesionalización de los sectores, factores todos estos de la esencia de la autorregulación.

En todo caso, los preceptos que hacen parte de un sistema de autorregulación privado terminan por integrarse a los sistemas jurídicos, por cuanto corresponden a reglas definidas por empresarios que las establecieron con conocimiento de su propio negocio. Ahora bien: al contrario de lo que algunos pudiesen entender, “paradójicamente la autorregulación no responde tanto al impulso desregulador, como a la contraria pretensión del legislador y de los poderes públicos de ofrecer una regulación más rigurosa”³⁴. Y, visto desde otro ángulo, “[...] la autorregulación surge en una primera etapa de manera espontánea, por el interés y la necesidad sentida de los sectores en particular, de que existan reglas de juego adecuadas para el desarrollo de determinadas actividades, negocios, relaciones, estructuras y organizaciones. El alcance y profundidad de la autorregulación depende en buena medida del grado de intervención que hay en una sociedad. Entre mayor intervención del Estado, menor el espacio para la autorregulación y viceversa”³⁵.

La conveniencia que reviste el contar con un sistema de autorregulación resulta de la correspondencia entre lo técnico y lo moral, como elementos que contribuyen al mejoramiento de las empresas que asumen este compromiso y al cumplimiento de las responsabilidades para garantizar la satisfacción de sus clientes. De ahí que pueda afirmarse que en la primera instancia la autorregulación (pura) se emprende inicialmente en el interior de las compañías, como una fortaleza que resulta de la convicción de accionistas, directivos y empleados por cumplir estrictamente con las normas que los rigen, sean estas de carácter legal o derivadas de sus propios manuales operativos y técnicos o códigos de conducta. Esta orientación se compendia por la tratadista Darnaculleta i Gardella, al expresar que “[...] en cierto modo, los términos autorregulación y profesión se complementan mutuamente. La existencia de un cuerpo extenso de conocimientos y una orientación de

³⁴ José Esteve Pardo. Prólogo a la obra de María Merc è Darnaculleta i Gardella. *Autorregulación y derecho público: la autorregulación regulada*, Madrid, Marcial Pons, 2005.

³⁵ Mauricio Rosillo Rojas. “La autorregulación en el mercado de valores”, en *Revista de Derecho Privado* n.º 39, 2008, Universidad de los Andes.

servicio al público constituyen la base de toda actividad profesional. El aludido cuerpo de conocimientos está forado por reglas técnicas, mientras que la vocación de servicio se concreta en los deberes de los profesionales frente a los destinatarios de su actividad” y “[...] Cuanto más elevado sea el grado de profesionalización de quienes ejercen una actividad más elevado será también el grado de cumplimiento voluntario de las normas que rigen dicha actividad. Y ello con independencia si tales normas poseen carácter jurídico y son, por tanto, vinculantes, como si son producto estrictamente de la autorregulación”³⁶.

Por otra parte, la doctrina ha contribuido a descubrir la razón que ha llevado a aplicar con más énfasis las metodologías de autorregulación al mercado de valores, por encima del bancario y del asegurador. El profesor Aldo Olcese³⁷, al comentar la obra de Mariano Carbajales, expresa: “[...] Los principios de buena fe y el deber de lealtad al cliente se encuentran más detallados y regulados en el caso de las entidades del mercado de valores que en el de las entidades de crédito y ello se explica por la naturaleza misma de aquel mercado”, tesis que complementa con la siguiente premisa, con la que justifican tanto él como Mariano Carbajales la importancia de la autorregulación que apunte a las actividades que se cumplen sobre los mercados “[...] dando a los agentes privados la responsabilidad de gestionar esa nueva libertad con la eficiencia propia de los buenos capitalistas pero también, y muy especialmente, con la transparencia y la ética que necesariamente han de fundamentarse en una autorregulación responsable de las actividades económicas y financieras basados en el autocontrol y la autocritica”³⁸.

Ahora bien: la autorregulación voluntaria, según se concibió en sus orígenes, no ha resultado suficiente por cuanto no es apropiado ni prudente dejar exclusivamente a cargo de los agentes del mercado la disciplina de este. Al contrario, la responsabilidad que encara mantener un sistema en defensa de los inversionistas se fundamenta en la consideración de conformar una normatividad ajustada a las características de la actividad de intermediación en los mercados de valores, con reglas adecuadas y procedimientos que respeten los derechos y deberes de los

³⁶ María Mercè Darnaculleta i Gardella. *Autorregulación y derecho público: la autorregulación regulada*.

³⁷ Aldo Olcese Santoja. Presentación a la obra Mariano Carbajales, *La regulación del mercado financiero. Hacia la autorregulación del Mercado de Valores*, Madrid, Marcial Pons, Fundación de Estudios Financieros, 2006, p. 8.

³⁸ *Ibidem*, p. 9.

vinculados, cuya disciplina corra a cargo tanto del regulador como de organismos especializados de carácter privado, cuya vigilancia también corra por cuenta de la autoridad que debe velar porque los intereses que se aplican sean legítimos. Es importante destacar, igualmente, que las reglas de conducta que se expiden como parte de la autorregulación han de contar con capacidad vinculante para todos los que se autorregulen, porque las que expiden los organismos privados, como por ejemplo un gremio, no son normas en el sentido estricto de la palabra. Por ello, el concurso del Estado resulta vital para la efectividad del sistema donde todos los autorregulados asuman las consecuencias de todo orden derivadas de él.

Para superar estos inconvenientes, en varios países caracterizados por contar con mercados organizados se está llegando a modelos mixtos de “autorregulación controlada”, denominada por algunos especialistas “autorregulación regulada”³⁹, que se caracteriza por el control que ejerce el Estado sobre los organismos de autorregulación, bajo distintas modalidades de participación, normalmente basada dicha intervención a partir de la aprobación de los reglamentos y supervisando la marcha de su operación. En Colombia ya se contaba con cierta participación del ente regulador al ser obligatorio someter a la aprobación de la Superintendencia del ramo los estatutos de las bolsas de valores, en los que se reglamentaba lo concerniente a la disciplina de los intermediarios, y, por tanto, obligatoria para todas las partes. Con ello, desde hace más de cincuenta años se cumplía con la característica de la denominada “autorregulación regulada” o “reglada”, finalmente establecida dentro del contexto más amplio por la Ley 964 de 2005.

La tratadista María Mercè Darnaculleta i Gardella considera que la “autorregulación regulada”, que es el término con el que la doctrina conoce el sistema, “se encuentra claramente enmarcada en una estrategia pública de regulación”, y que “ello da lugar a una nueva forma de regulación pública, caracterizada por un marcado carácter procedimental, que tiene por objeto la regulación de la autorregulación. Se trata de una regulación que no atiende tanto a los contenidos como a los fines, los procedimientos y los mecanismos de apoyo y fomento de la autorregulación”⁴⁰.

³⁹ Alejandro Fernández de Araoz-Acebo, *Las normas de conducta en el derecho del mercado de valores*, Madrid, Instituto de Estudios Económicos, 2000.

⁴⁰ María Mercè Darnaculleta i Gardella. *Autorregulación y derecho público: la autorregulación regulada*, p. 83.

El rasgo distintivo de la denominada “autorregulación regulada” o “reglada” se reafirma en Colombia con la precisión que trae la Ley 964 de 2005, cuando en el artículo 25, parágrafo 4,°, establece, entre otros, que la Superintendencia de Valores (hoy Superintendencia Financiera de Colombia) “[...] supervisará el adecuado funcionamiento de los organismos de autorregulación”. En nuestro medio, la institución ha recibido el respaldo de autoridades financieras, hasta el punto de considerar que “La intervención del Estado en la actividad bursátil resulta importante por el interés público que ésta reviste, a la vez que la autorregulación deviene necesaria por la flexibilidad y celeridad que imprime a los procedimientos”⁴¹.

Colombia se encuentra, por tanto, entre los países que cuentan actualmente con un sistema de “autorregulación regulada”, que actúa de manera independiente de los operadores de mercado, tal como se definió en la Ley 964 de 2005⁴², con lo que se pretendió impartir un mayor control a las actividades de intermediación en el mercado de valores, que minimizaran los riesgos financieros que afrontan tanto los clientes como los operadores.

Los objetivos propuestos desde el inicio con la expedición y puesta en marcha de este mecanismo han visto sus frutos, dada la coordinación mutua y armónica que se ha llevado a cabo entre la Superintendencia Financiera de Colombia, actual y único regulador gubernamental⁴³, y el organismo que viene actuando como encargado de la supervisión y disciplina privada⁴⁴, aspectos que han resultado fundamentales para conseguir mercados más activos y organizados, en los que debe primar la confianza de los inversionistas, sobre la base del respeto a la normatividad y a los compromisos adquiridos por las partes.

⁴¹ Intervención del Ministerio de Hacienda en el proceso que dio lugar a la expedición de la sentencia C-692/07 de la Corte Constitucional.

⁴² El artículo 24 de la Ley 964 de 2005 precisó lo que ha de entenderse por autorregulación del mercado y de su disciplina.

⁴³ El término “regulador gubernamental” se incorpora en este escrito bajo el contexto de ser el organismo encargado de la supervisión del mercado, actividad que antes de la vigencia del Decreto 4327 de 2005, reglamentario de la Ley 964 de 2005, compartían las superintendencias Bancaria y de Valores.

⁴⁴ La Superintendencia Financiera de Colombia autorizó al denominado Autorregulador del Mercado de Valores (AMV), que viene actuando como autorregulador del mercado, dentro de los parámetros establecidos en la Ley 964 de 2005.

La Corte Constitucional formuló en la ya mencionada sentencia C-692 de 2007, con gran erudición, las ventajas que la institución que la autorregulación encuentra en los mercados financieros. Dice la Corte:

De acuerdo con lo expuesto en este acápite, se pueden sacar las siguientes conclusiones: (i) La autorregulación es una institución propia del derecho privado, a través de la cual se busca fijar unas reglas de juego para ordenar las relaciones en los distintos sectores sociales y en beneficio de la comunidad; (ii) dicha figura encuentra fundamento en la autonomía de la voluntad privada, que a su vez se ampara en los derechos a la libertad, al libre desarrollo de la personalidad, a la personalidad jurídica, a la libre asociación, a la iniciativa privada y a la libertad económica, entre otros; (iii) la autorregulación es connatural a la actividad bursátil y conlleva, por parte de los participantes en el mercado, la imposición de unas normas de conducta, la supervisión de su cumplimiento y la consecuente sanción por su violación, así como también la observancia de la ley y la regulación estatal; (iv) [...]; (v) el propósito de la autorregulación, a través de los entes autorreguladores, es contribuir con el Estado en la misión de preservar la integridad y estabilidad del mercado, la protección de los inversionistas y el cumplimiento de la ley; (vi) la autorregulación en el mercado bursátil es una actividad complementaria a la actividad reguladora del Estado, en cuanto no busca reemplazar ni sustituir las funciones públicas de regulación, reglamentación, supervisión, vigilancia y control, que se encuentran en cabeza del Estado, por intermedio del Congreso y del Gobierno, y que ejercen, el primero directamente, y el segundo a través de la Superintendencia Financiera; y (vii) la propia ley acusada aclara que la actividad de autorregulación no tiene el carácter de función pública y, por lo tanto, no implica delegación de las funciones de inspección, vigilancia y control sobre el mercado bursátil.

4. PRINCIPIOS INTERNACIONALES SOBRE AUTORREGULACIÓN (IOSCO)

La IOSCO reconoce a la autorregulación como un complemento valioso para el regulador estatal en el cumplimiento de los objetivos de regulación del mercado de valores, la protección a los inversionistas, la eficiencia, transparencia e integridad de los mercados, lo cual va en línea con lo aportado por la doctrina al respecto.

Como se indicara al inicio de esta obra⁴⁵, la IOSCO surgió en 1983 por iniciativa de los reguladores de valores y tiene como antecedente a la Asociación Interamericana de Comisiones de Valores, en la que participaron países de América Latina, entre ellos Colombia. Su objeto es desarrollar y promover modelos normativos de alta calidad que propendan al establecimiento de mercados de valores transparentes, eficaces y sólidos; permitir que los reguladores realicen intercambios de información sobre sus experiencias y promover la integridad de los mercados a través de la aplicación rigurosa de las normas internacionales.

En 1998, la IOSCO expidió 30 objetivos y principios de la regulación para el mercado de capitales, reconocidos mundialmente como los parámetros que deben seguir los reguladores de los mercados de valores para su adecuado funcionamiento. En ellos establece tres reglas primordiales para la regulación del mercado de valores: la protección de los inversionistas, garantizar que los mercados sean eficientes, justos y transparentes, y la reducción del riesgo sistémico.

Hoy en día la IOSCO es reconocida como el organismo internacional para el mercado de valores, que establece los parámetros generales en materia de regulación y supervisión, cubriendo más del noventa por ciento de los mercados mundiales, lo cual la convierte en el foro de cooperación internacional más importante para los agentes reguladores de valores. Los miembros de la IOSCO regulan más de cien jurisdicciones. Dentro de los miembros de la IOSCO se encuentran las comisiones de valores, los bancos centrales, organismos multilaterales y, desde luego, organismos de autorregulación y bolsas de valores que cumplen dicha función. Tal como lo es el Comité de Basilea para el sistema bancario mundial, la IOSCO es la organización multinacional encargada de expedir recomendaciones para el buen desarrollo de los mercados de capitales mundiales.

La IOSCO promulgó en el año 2003 un documento denominado “Objetivos y Principios de Regulación del Mercado de Valores”, en el cual reseña 30 principios para una adecuada regulación del Mercado de Valores. Dentro de ellos, es preciso comentar sobre los principios 6 y 7⁴⁶.

⁴⁵ Nota del editor: véase el capítulo I de la parte I de esta obra.

⁴⁶ A raíz de la crisis financiera mundial de 2007 y 2008, la IOSCO llevó a cabo una revisión de sus Principios, e incorporó ocho nuevos, que atienden básicamente a la prevención del riesgo sistémico. Los relacionados con autorregulación permanecieron prácticamente iguales.

Conforme al principio 6, las entidades autorreguladoras no son consideradas un sustituto de los reguladores y supervisores oficiales, sino un complemento de estos, para lograr los objetivos de la intervención del Estado en el mercado de valores. Este principio fundamenta la necesidad de existencia de los organismos de autorregulación en la medida en que coadyuvan el ejercicio de las funciones del Estado en el mercado de valores.

De igual manera, en desarrollo de este principio, la IOSCO ha sostenido que “la autorregulación puede ofrecer ventajas sustanciales: puede requerir la observancia de normas éticas que vayan más allá de la regulación gubernamental y puede ofrecer un conocimiento y experiencia considerables respecto a la operativa y las prácticas del mercado; de igual manera, puede ser capaz de responder a las condiciones cambiantes del mercado con más rapidez y flexibilidad que la autoridad pública”.

En los documentos de la IOSCO (*Report of the SRO Consultative Committee*) sobre el papel de los organismos de regulación en el desarrollo de una regulación y vigilancia efectiva se señala que la autorregulación “ha probado ser una eficiente regulación”. Se indica también en dicho documento que “[...] los autorreguladores, por su propia naturaleza, tienen mayor flexibilidad para adaptar los requerimientos en regulación a un medio de negocios que cambia rápidamente. En la autorregulación, las reglas son redactadas por participantes del mercado con un conocimiento íntimo del mismo, quienes conocen cómo maximizar los beneficios en regulación —por ejemplo, ordenando los mercados, protegiendo los consumidores, reduciendo el riesgo sistémico— al mismo tiempo que se reduce el costo para los negocios”. Por esto, señala, la autorregulación continúa siendo parte integral de la mayoría de los esquemas reguladores. Este reporte de la IOSCO recomienda el uso de las entidades de autorregulación “para asistir a los reguladores en el logro de sus objetivos en regulación y la protección del inversionista”.

No obstante este reconocimiento, el principio 7 advierte que “[...] las entidades autorreguladoras estarán sujetas a la supervisión del regulador oficial y observarán normas de justicia y confidencialidad cuando ejerzan poderes y responsabilidades que les han sido confiadas”. En tal sentido, la intervención y supervisión estatal en esta clase de actividades se considera esencial para tal agencia internacional. De este tema nos ocuparemos más adelante.

5. FUNCIONES DEL AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES (AMV) (SUPERVISIÓN, REGULACIÓN, DISCIPLINA Y CERTIFICACIÓN)

A) *Función de supervisión*

Según lo establecido en el artículo 24 de la Ley 964 de 2005, la función de supervisión consiste “en la verificación del cumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación”. Por su parte, el artículo 11.4.3.1.4 del Decreto 2555 de 2010 enfatiza en esa misma idea y la complementa indicando que la función se ejerce mediante varias herramientas: el monitoreo del mercado, la realización de visitas, la evaluación de la información y documentos remitidos por los miembros del AMV y actividades de gestión preventiva. También indica la norma que la función debe desarrollarse de forma coordinada con las labores de la Superintendencia Financiera de Colombia, para lo cual podrán suscribirse memorandos de entendimiento, en los que se distribuyan entre las dos entidades, según se indicará más adelante, áreas de atención y focalización de actividades, mientras que el AMV se reserva en esencia la supervisión y disciplina de aspectos conductuales de mercado, y la Superintendencia, las tareas de supervisión prudencial.

Dichos memorandos de entendimiento establecen en esencia los compromisos entre la Superintendencia y el AMV con respecto a los distintos principios que orientan y facilitan el cumplimiento de las funciones de cada entidad, la vocación de colaboración mutua entre ellas y la realización coordinada de actividades y esfuerzos en desarrollo de sus respectivas funciones.

En este tipo de instrumento se definen las materias en las cuales el AMV actuará como supervisor de primera línea en la actividad de intermediación de valores, reservándose para sí la verificación y represión de infracciones al mercado (supervisión y disciplina de conductas). La Superintendencia, por su parte, enfoca principalmente su gestión en las materias relacionadas con la actividad de intermediación que tengan riesgo de impacto sistémico, en asuntos de naturaleza prudencial, el debido cumplimiento de la normatividad contable y las conductas e infracciones en que incurran emisores e inversionistas en su actuación en el mercado de valores. La supervisión en el organismo autorregulador comprende tres procesos básicos: monitoreo y vigilancia de los mercados, supervisión por conductas y supervisión preventiva.

El proceso de monitoreo tiene por finalidad hacer un seguimiento en tiempo real de los mercados supervisados con el fin de identificar

hechos o conductas que puedan afectar la transparencia y la adecuada formación de precios.

Igualmente, durante este proceso los funcionarios encargados de él reciben llamadas de los autorregulados sobre operaciones cuyos precios o tasas consideran fuera de mercado y tienen la posibilidad de llamarlos para solicitarles información sobre operaciones inusuales.

Por su parte, el proceso de vigilancia, que se realiza después del cierre de los mercados supervisados, tiene por objetivo identificar operaciones o conductas irregulares.

El proceso de supervisión por conductas tiene como objetivo indagar acerca de la posible vulneración de la normatividad del mercado de valores por parte de los intermediarios de valores o de las personas naturales vinculadas a ellos.

Dentro de las actividades que se pueden desarrollar en este proceso se encuentran: la solicitud de información a los intermediarios y a los sistemas de negociación y de registro, la recepción de declaraciones, la revisión de las grabaciones y copias de respaldo de los diversos sistemas de comunicación, entre otros.

El proceso de supervisión preventiva se desarrolla a partir de un cronograma de visitas a los diferentes tipos de intermediarios autorregulados y tiene como propósito evaluar los controles establecidos en relación con la actividad de intermediación de valores. Como resultado de esas visitas, se resaltan las fortalezas de los intermediarios y se les señala, de ser el caso, oportunidades de mejoramiento para reforzar sus controles frente a las operaciones que se realizan en el mercado. Busca, en esencia, el fortalecimiento de las mejores prácticas y la implementación de una cultura de cumplimiento en los operadores del mercado para procurar el desarrollo eficiente, seguro y ordenado de los mercados.

La gestión realizada en materia de análisis de mercados, como insumo que es de la labor de supervisión, suele focalizarse en el estudio sobre el comportamiento, la tendencia, los fundamentales técnicos y las noticias de mayor relevancia que inciden en el desempeño de los diferentes mercados de renta fija, renta variable y derivados en los ámbitos nacional e internacional.

Para los sistemas de autorregulación es determinante que el ejercicio de sus funciones permita anticipar o alertar eventuales riesgos en las actuaciones de los intermediarios de valores y promover la mejoría de los estándares de operación de la industria. Por esa razón, la labor de

extender y fortalecer los mecanismos de prevención frente al sector debe ser uno de los propósitos de la gestión del autorregulador.

Por otro lado, la oportunidad y la efectividad de los organismos de autorregulación para supervisar el cumplimiento de las normas del mercado cumplen un papel importante en la búsqueda de los objetivos en regulación de mantener su integridad y transparencia, proteger a los inversionistas y prevenir el riesgo sistémico, así como para elevar los estándares de operación y profesionalismo de los intermediarios de valores y sus personas naturales vinculadas, objetivo que concreta el pensamiento de los académicos. Observando la autorregulación desde la perspectiva comparada, es importante mencionar que la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), que es el principal autorregulador en los Estados Unidos, publica las “Regulation Letters”, por lo menos una vez al año, al inicio del ciclo de supervisión. En ellas se informa sobre temas que serán objetivos especiales de supervisión en las visitas o en materia de conductas a los intermediarios durante una vigencia; se dan recomendaciones o advertencias con base en inspecciones anteriores y se recuerdan obligaciones o deberes, vencimientos de plazos, riesgos de nuevos negocios o productos que serán monitoreados y revisados en visitas posteriores.

La Investment Industry Regulatory Organization of Canada (IIROC), el principal autorregulador canadiense, publica en su página virtual información que permite identificar los procedimientos de supervisión que se realizan. Define el objetivo de cada subproceso, la información general que se monitorea y revisa los estándares de ejecución o resultados del proceso⁴⁷.

El AMV publica en su página virtual la definición general de su proceso de supervisión, en sus tres frentes; sin embargo, la descripción general no incluye los estándares de resultados esperados para cada subproceso.

⁴⁷ Los siguientes aspectos se revisan y supervisan continuamente en la IIROC por lo menos anualmente: (1) lograr un índice de utilización del recurso humano (supervisores), de forma que el 70% del tiempo disponible del personal debe utilizarse en revisiones a las firmas intermediarias; (2) visitar a cada miembro anualmente; (3) terminar y entregar por lo menos el 60% de los informes de visita en un plazo no superior a ocho semanas después de terminada la visita y máximo en seis meses para todos los informes; (4) aprovechar el material resultante de las auditorías externas de las firmas intermediarias y revisión de sus informes y papeles de trabajo en un plazo no superior a tres meses desde su rendición.

El AMV publica cartas circulares con recomendaciones producto de experiencias de supervisión importantes para elevar los estándares de la industria o en las cuales se advierten temas que serán objeto de verificación o supervisión especial. No obstante, la publicación de este tipo de cartas no está preestablecida como un procedimiento general para iniciar el ciclo de visitas, ni tiene una periodicidad predefinida.

En la IIROC se efectúa una revisión mensual de los principales indicadores financieros (de corte anual, trimestral y mensual) para identificar cambios en tendencias y evaluar la necesidad de realizar visitas o adoptar medidas preventivas⁴⁸.

En la IIROC se adelanta una programación de visitas sorpresa (anuales o bianuales) para verificar los registros de tipo financiero del miembro, dependiendo del análisis de información mensual. Asimismo existe una programación de visitas de verificación de los papeles de trabajo de la auditoría externa del miembro. También se adelantan visitas de conocimiento o revisión de procedimientos iniciales para los aspirantes a miembros.

En la FINRA se realiza un comité en el que se discuten y confrontan los resultados del modelo de supervisión basada en riesgos contra la visión y el criterio del experto, con el objetivo de elegir las entidades que deberán hacer parte del nuevo plan de inspección, sin perder el norte de los aspectos de más alto riesgo que observa el propio mercado. En el AMV se analizan los componentes del modelo de supervisión basada en riesgo y se presentan los resultados en el Comité de Supervisión para definir el cronograma y las entidades que serán objeto de visitas semestralmente.

La FINRA pone en conocimiento del regulador (la SEC) su plan anual de inspección. El AMV entrega información a la Superintendencia sobre el resultado de sus visitas durante todo el año.

En la IIROC se realizan visitas anuales a miembros de riesgo alto y bianuales a los demás miembros. En Estados Unidos las entidades de alto riesgo se visitan cada año. En el AMV el ciclo de visitas a entidades de riesgo alto o medio alto se realiza cada dos años y medio.

En la FINRA, en pro de lograr una cobertura total de intermediarios, se programan o definen inspecciones cortas, para lo cual el enfoque de la visita es mucho más puntual y específico y se miran los aspectos

⁴⁸ En la FINRA se adelantan revisiones periódicas (trimestralmente) a los indicadores o alertas que arroja el modelo de supervisión, con el fin de ajustar la planeación.

realmente críticos. De igual manera, si dentro del plan de inspección anual no se tiene prevista la realización de una visita a un determinado intermediario, en todo caso se realizan entrevistas con las directivas de la entidad, en las que se tratan temas generales y se exponen planes de negocio, entre otros aspectos.

En el AMV también se definen revisiones con enfoque especial. En el 2011 se implementó una política o procedimiento de visitas previas a la vinculación de los miembros, o inmediatas a su vinculación.

En la IIROC y la FINRA existen áreas especializadas para el estudio de denuncias y de casos de alto nivel de complejidad o relacionados con fraudes. En esos dos autorreguladores existe, por ejemplo, un servicio (y una oficina) de “whistleblower”, establecidos para recibir, evaluar y tomar acciones prontas y eficaces frente a denuncias que impliquen un riesgo sistémico potencial, fraudes, actuaciones abusivas que atenten contra el mercado. Las denuncias son atendidas directamente por un equipo conformado por los vicepresidentes de Supervisión, el general y corporativo y los vicepresidentes de Quebec y de Western Canadá. El proceso de atención de denuncias es especial y separado del de atención de quejas u otros insumos ordinarios que orientan la supervisión. La mencionada oficina en la FINRA también se constituye en un punto de contacto interno y externo para casos de fraudes y concentra personal de alto nivel de conocimiento y experiencia en investigación y rápida detección de tales conductas. Se encargan de estructurar casos especiales y de máximo nivel de prioridad por los hechos o conductas que involucran.

En el AMV existe un buzón telefónico y mecanismos de contacto para denuncias (chat MEC, líneas telefónicas), revisados directamente por el área de Supervisión. En dicha dirección existe un grupo especializado con conocimiento en casos relacionados con abuso y fraudes del mercado de valores. Este grupo también se encarga de las investigaciones con mayor complejidad y nivel de prioridad; no obstante, sus miembros no son de dedicación exclusiva a los casos estratégicos o de alta complejidad, pues también tienen a su cargo casos menores.

Los tres autorreguladores en mención (FINRA, IIROC y AMV) se sirven, con distintos matices, de otra herramienta importante de supervisión: el modelo de supervisión basada en riesgos, que busca identificar la exposición a los riesgos que asumen las entidades en sus actividades de intermediación de valores. El modelo cuenta con distintos tipos de variables cualitativas y cuantitativas para cada una de las entidades y sus respectivos grupos por tipo de intermediario, las cuales se calculan

y monitorean cada mes. Dentro de las herramientas técnicas utilizadas para evaluar la exposición de riesgo se destacan aquellas que permiten cuantificar y hacer seguimiento a las pérdidas estimadas de los portafolios de los miembros y de sus posiciones en el mercado. Con base en los resultados del modelo, los autorreguladores definen planes de visita a los miembros sobre aspectos generales o específicos de la actividad de intermediación, con un enfoque preventivo.

En la supervisión de la FINRA y la IIROC se advierte un especial acento en los sistemas de control interno de los intermediarios, a los que se considera la primera capa de supervisión del mercado, ya que pueden detectar más directa y prontamente patrones inusuales de operaciones o conductas de los intermediarios. Según la información oficial del AMV, entre sus políticas hay una importante en este punto: estimular las actividades de quienes ejercen control interno, promoviendo que culminen investigaciones de sus propios hallazgos bajo una coordinación y retroalimentación permanente con el AMV. Empero, entre la información oficial a la cual se tuvo acceso no existen datos ni estadísticas sobre el número de investigaciones que hubieran adelantado y concluido tales capas de supervisión, ni se encontró información sobre el número de procesos disciplinarios tramitados por el AMV o su Tribunal Disciplinario, que hubiesen tenido origen en investigaciones de tal tipo de estamentos.

B) Función de regulación

Según lo previsto en el artículo 24 de la Ley 964 de 2005, la función normativa consiste en la adopción de normas para asegurar el correcto funcionamiento de la actividad de intermediación.

El Estado, por medio de sus instancias de regulación (Congreso de la República, Unidad de Regulación Financiera y Superintendencia Financiera), sigue desarrollando su función reguladora, como expresión y en cumplimiento de los mandatos constitucionales de intervención en la economía, en procura de la protección del interés general.

La función normativa que se atribuye a los organismos privados autorreguladores es entonces residual, vale decir, debe estar apegada a normas de jerarquía superior y su objetivo consiste en complementar, a partir de su conocimiento especializado del mercado, los contenidos normativos dispuestos por el legislador y el Gobierno. El Estado entonces produce la regulación estructural y el AMV fija estándares y normas de conducta específica.

Constituye prácticamente un lugar común la consideración según la cual es característico de la regulación oficial el mantener un rezago respecto de los desarrollos de los mercados financieros. Usualmente, se aduce que el Estado no tiene capacidad de seguir adecuadamente el paso a los desarrollos del sector financiero, que se nutre por demás de la constante actividad e iniciativa privadas. Tiene sentido pensar, entonces, que son los propios particulares quienes cuentan con las mejores herramientas para procurar un desarrollo en regulación, de las actividades que les son propias, porque ejercen la actividad de intermediación de valores de manera profesional y les conviene que esta se expanda.

En ese orden de ideas, la función normativa de los organismos de autorregulación ofrece varias ventajas: (a) obtener estándares más elevados para el mercado; (b) mayor eficacia en la regulación, en la medida en que ella está más cerca de la realidad operativa y puede entonces tomar en cuenta aspectos que la autoridad estatal no considera; (c) mayor rapidez, pues el autorregulador puede reaccionar más rápidamente que la autoridad estatal ante los problemas prácticos; (d) mayor claridad en la determinación del costo-beneficio de la regulación, pues normalmente a la autoridad estatal le resulta más difícil sopesar todos los costos que implica una determinada regulación, y (e) menor costo para el Estado en la regulación y supervisión de una actividad.

En el ámbito comparado, tanto en la FINRA como en la IIROC y el AMV se reconoce entonces la autorregulación como un componente clave de la regulación en sentido más amplio de la industria de intermediarios en el mercado de valores (regulación entendida con alcances normativos propiamente dichos, de supervisión y disciplina).

La SEC, por ejemplo, reconoce que “El carácter altamente técnico, complejo y dinámico de la actividad, hace deseable contar, para muchos efectos, con el complemento, intermediación o colaboración de este tipo de cuerpos especializados [...]. Las organizaciones de autorregulación pueden imponer y exigir a sus miembros estándares de actuación que están por fuera de las posibilidades normativas del Estado, como es el caso de la regulación ética de la actividad. Es en este contexto que el Congreso de los Estados Unidos considera que un sistema sólido de autorregulación que facilite el logro de los anteriores beneficios permite optimizar la regulación y el control estatal de la actividad”⁴⁹.

⁴⁹ Véase en tal sentido el documento “17 CRF Part 240: Concept Release Concerning Selfregulation; Proposed Rule. December 8, 2004”, de la Securities and Exchange Commission, de los Estados Unidos.

Nos interesa destacar, por último, que la FINRA, la IIROC y el AMV siguen una metodología común (con diferencias de matices, particularmente en los tiempos) dentro del proceso regulador: En primer lugar, hay una definición de los temas que se van a incluir en la agenda regulatoria, con una participación muy decisiva de la industria (cuya voz se expresa, en el caso del AMV, a través de los comités de miembros, de renta fija y de renta variable, que apoyan el adecuado cumplimiento de la función normativa). Luego del estudio de cada uno de los temas que la integran, se abre un espacio a comentarios y se da paso a los trámites de aprobación del respectivo regulador oficial. La aprobación de los reglamentos de autorregulación es una función normativa del consejo directivo del ente de autorregulación, o del órgano que hiciera sus veces⁵⁰.

Es importante mencionar, finalmente, la existencia de otras herramientas reguladoras en el AMV, como los documentos de política, mediante los cuales se estudian, con una aproximación académica, aspectos relacionados con el mercado de valores y el de divisas⁵¹, para incentivar la formulación de opiniones en la industria, que pueden concretarse posteriormente en productos reguladores, de alcance formal.

C) Función disciplinaria

Según lo establecido en el artículo 24 de la Ley 964 de 2005, la función disciplinaria de los organismos de autorregulación consiste en “la imposición de sanciones por el incumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación”.

Por su parte, el artículo 11.4.3.1.5 del Decreto 2555 de 2010 precisa que “la función disciplinaria de los organismos de autorregulación consiste en la investigación de hechos y conductas con el fin de determinar la responsabilidad por el incumplimiento de las normas del mercado de valores, de los reglamentos de autorregulación y de los reglamentos de

⁵⁰ En el caso de AMV, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 28 de sus estatutos, antes de la expedición de cualquier reglamento de autorregulación, o de su modificación, se dispondrá su publicación se dispondrá su publicación a través de un medio idóneo que permita su difusión entre el público en general, por un período de tiempo razonable, para recibir comentarios de los interesados antes de su aprobación por el consejo directivo y su remisión para el trámite respectivo ante la Superintendencia Financiera.

⁵¹ La autorregulación del mercado de divisas es de origen voluntario.

las bolsas de valores, de los sistemas de negociación y de los sistemas de registro, iniciar procesos e imponer las sanciones a que haya lugar”.

Según el marco legal colombiano, para el ejercicio de la función se debe establecer formalmente un procedimiento disciplinario, iniciar las acciones respectivas de oficio o a petición de parte, decretar, practicar y valorar pruebas, decidir sobre las sanciones imponibles e informar a la Superintendencia Financiera de Colombia sobre los resultados de los procesos adelantados. La ley también indica, entre otros, que en un proceso disciplinario se deben formular cargos, notificar al investigado y permitir el ejercicio del derecho de defensa, y que el proceso debe estar soportado en la conducta llevada a cabo por el investigado, la norma del mercado de valores incumplida, el resultado del proceso y, en caso de que se imponga una sanción, los motivos que llevaron a ella.

Los procesos disciplinarios deben observar los principios de oportunidad, economía y celeridad, proporcionalidad, revelación dirigida, contradicción y efecto disuasorio y se rigen exclusivamente por los principios y el procedimiento establecido en la Ley 964 de 2005 y las normas que la desarrollen (Decreto 2555 de 2010 y Reglamento del AMV), respetando siempre, se insiste, el derecho de defensa y el debido proceso.

La función disciplinaria, en ese sentido, debe entenderse como un instrumento adicional para el cumplimiento de los objetivos de transparencia e integridad del mercado, protección a los inversionistas, reducción del riesgo sistémico y fortalecimiento del capital reputacional de la industria.

La doctrina colombiana destaca la importancia que tiene el cumplimiento efectivo de las normas para el desarrollo de la sociedad. Carlos Alberto Sandoval ha indicado al respecto que “[...] cuando los inversionistas no tienen alguna certeza sobre la devolución de sus recursos (por ejemplo por la existencia de fraudes o conductas de mercado que afectan sus patrimonios) se reduce la financiación de los emisores [o] la liquidez del mercado. Para mitigar ese riesgo los inversionistas exigen mayores rendimientos, lo cual aumenta el costo de capital para los emisores y reduce los niveles de inversión”⁵². Advierte el autor, citando a John Coffee, sobre las razones por las cuales el mercado de valores de Estados Unidos ha prosperado y hay tantos emisores enlistados pese a las enormes exigencias de normas como Sarbanes-Oxley

⁵² Sandoval, Carlos Alberto, “Palabras de instalación”, en el Primer Seminario de Control Interno y Compliance, septiembre de 2010.

(dictadas en el contexto de la crisis generada por casos como el de “Enron”). Concluye Sandoval al respecto indicando que “[...] el nivel de disciplina en el mercado de Estados Unidos es sustancialmente mayor que el de otras jurisdicciones desarrolladas, medido ya sea por el monto de presupuesto invertido o por el número de sanciones efectivamente impuestas, ambas variables ajustadas por el tamaño del mercado. Se resalta, entonces, que el auge del mercado en Estados Unidos se explica, al menos parcialmente, porque una activa función de [...] y disciplina genera premios de valoración y menores costos de capital a emisores e inversionistas”⁵³.

El propósito fundamental de las sanciones es castigar las malas prácticas y a los infractores y desestimular su comisión, imponiendo castigos acordes con la gravedad de la conducta. Por ello se dice que la imposición de una sanción cumple una función disuasiva tanto en lo particular (respecto del sujeto que incurrió en la conducta para que no vuelva a cometerla en el futuro) como en lo general (respecto de otros participantes del mercado como elemento ejemplarizante). Dicha visión sobre la naturaleza de la sanción es compartida por entidades tales como la IIROC y la FINRA.

A propósito del análisis del tema desde la perspectiva comparada, es útil mencionar que, en general, tanto en la FINRA, como en la IIROC y el AMV, los procesos disciplinarios cuentan con estructuras similares y en todos se enfatiza en la garantía del debido proceso.

En las tres entidades existe una dependencia interna, a la que corresponde hacer la imputación respectiva. A ello le sigue una etapa de juicio a cargo de un tribunal que en Colombia es independiente, se integra mínimo por dos miembros ajenos a la industria y se compone de dos salas, una de las cuales funge como órgano de cierre. En la FINRA ese tribunal está integrado por dos miembros de la industria y un funcionario de la entidad, lo cual podría favorecer el principio de autorregulación. Las decisiones que tomara en Colombia dicho tribunal son demandables ante los jueces ordinarios. En la FINRA las toma en primera instancia el Hearing Panel, y pueden apelarse ante el National Adjudicatory Council, también de la FINRA, integrado por catorce miembros tanto independientes como de la industria, que integran salas de tres (dos de la industria y uno independiente). Finalmente, las decisiones también son demandables luego ante un juez federal.

⁵³ Ídem.

La SEC y la IIROC cuentan con procedimientos disciplinarios orales; la FINRA y el AMV, por su parte, adelantan el procedimiento de manera escrita.

La SEC y la IIROC cuentan con jueces permanentes que tienen como única función la toma de decisiones disciplinarias.

Tanto el AMV como la IIROC y la FINRA cuentan con políticas y procedimientos para terminar investigaciones sin que se hubiesen implementado actuaciones disciplinarias (principio de oportunidad). Dichas entidades han reclamado la utilidad de tales mecanismos como un asunto de “política” y de “estrategia” de los autorreguladores, para permitir centrar esfuerzos en temas relevantes y materiales para el mercado en su conjunto. En junio de 2011 el AMV publicó un documento denominado “Política de cumplimiento normativo”, en el que expresa su voluntad institucional de optimizar su función de supervisión y disciplina, implementando, entre otros, el mencionado principio.

De igual manera, las tres entidades de autorregulación mencionadas cuentan con mecanismos de terminación anticipada de procesos (en Colombia reciben el nombre de “acuerdos de terminación anticipada”; en los Estados Unidos, el de *settlement agreements*, y funcionan de manera bastante similar a como ocurre en Colombia). Jurídicamente tales acuerdos tienen la naturaleza de un contrato de transacción, ponen fin al proceso disciplinario y hacen tránsito a cosa juzgada por los hechos objeto de investigación.

El AMV suele terminar mediante esa vía la mayoría de los procesos disciplinarios (alrededor del 85% de ellos⁵⁴, en sus primeros seis años de existencia). En la FINRA, al 2010, ese porcentaje bordea el 95% de los casos. En la IIROC, a ese mismo corte, representan alrededor del 57% de las actuaciones.

La FINRA cuenta con un documento que contiene los requisitos mínimos necesarios para la construcción de los casos (desde la supervisión hasta la disciplina), mientras que, hasta la fecha de elaboración de este estudio, el AMV no había hecho explícita ninguna política oficial en ese sentido.

La FINRA, la IIROC y el AMV cuentan con manuales de graduación de sanciones, para ofrecer claridad acerca de las posibles penas que se han de imponer por cada conducta y unificar puntos de vista de quienes deben imponerlas.

⁵⁴ Datos al 30 de septiembre de 2012.

El universo de sanciones que los autorreguladores pueden imponer es similar en las tres jurisdicciones en mención.

La SEC, la FINRA y la IIROC pueden imponer como sanción monetaria, aparte de la multa, la devolución integral de los recursos obtenidos con la irregularidad (*disgorgement*). Ello genera importantes efectos compensatorios para el afectado y disuasorios para los investigados, permite sancionar adecuadamente las conductas e impide enriquecimiento con la infracción. El AMV cuenta con la posibilidad de sancionar hasta el doble del beneficio obtenido, pero no puede ordenar ese tipo de restituciones. El producto de las multas se utiliza para procurar la profesionalización y el mejoramiento de estándares de los miembros del AMV y sus funcionarios, conforme a lo indicado en los reglamentos de la entidad.

La SEC y la FINRA pueden ordenar la reparación de los perjuicios a quienes se vieran afectados con la conducta irregular. El AMV no puede ordenar este tipo de reintegros o reparaciones a víctimas, pues esa es una función de los jueces de la República. En cambio, sí se tiene en cuenta como un atenuante para la dosificación de la sanción.

De igual manera, la FINRA y la IIROC pueden imponer la sanción de suspensión de la actividad irregular, facultad que no está incluida de manera explícita dentro del universo de sanciones de que dispone el AMV, aunque sí se incluye dentro del repertorio de medidas cautelares a su disposición.

D) *Función de certificación*

La certificación de profesionales se define en Colombia (artículo 5.4.2.1.1 del Decreto 2555 de 2010) como el procedimiento mediante el cual las personas naturales obligadas a inscribirse en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores acreditan la capacidad técnica y profesional ante un organismo certificador. La certificación tiene dos componentes: uno relacionado con la acreditación de la capacidad técnica y profesional, y otro, con la verificación de antecedentes personales.

La capacidad técnica y profesional se acredita con la aprobación de los exámenes de idoneidad profesional correspondientes.

Según la regulación vigente, la certificación es un prerequisite para la inscripción en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores, que administra la Superintendencia Financiera, pero no supone la inscripción en este, ni autoriza para actuar en el mercado de

valores. De igual manera, la obtención de la certificación no reemplaza los trámites de admisión previstos en los reglamentos de las bolsas y de los sistemas de negociación y de registro.

La certificación tiene validez por un período de tres años, contados a partir de la aprobación del examen de idoneidad profesional.

Deben certificarse (artículo 5.4.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010): (1) las personas naturales que al servicio de un intermediario del mercado de valores se encarguen de estructurar directamente operaciones de intermediación de dicho mercado, cualquiera que sea la modalidad de vinculación; (2) las personas naturales que dirijan o ejecuten directamente operaciones de intermediación en el mercado de valores; (3) las personas naturales que administren o gestionen directamente fondos de inversión colectiva; (4) las personas naturales que administren o gestionen directamente fondos mutuos de inversión; y (5) las personas naturales que promuevan o promocionen la realización de operaciones de intermediación en el mercado de valores.

En el ámbito comparado, nos interesa consignar, por ejemplo, que en los Estados Unidos el ente encargado de certificar la idoneidad y capacidad técnica de los profesionales del mercado financiero es la FINRA. Cabe resaltar que cualquier profesional del mercado de valores asociado con una firma miembro, incluyendo socios, funcionarios, directores, gerentes de sucursal, supervisores y vendedores, debe certificarse ante dicha entidad.

Las otras agencias que se relacionan con el proceso de certificación en Estados Unidos son la SEC, que es la encargada de llevar el registro de los profesionales de la industria financiera y el sector bursátil, y el Departamento del Tesoro (U. S. Department of the Treasury), que es una de las más importantes autoridades reguladoras en ese país.

La FINRA posee dos niveles de certificación, uno para representantes y personal de ventas, y otra para directores, gerentes y oficiales de empresas, entre otros cargos administrativos envueltos en la operación diaria de las entidades autorreguladas. Además, las personas que deseen certificarse como directores deberán aprobar exámenes adicionales que ponen a prueba sus conocimientos acerca de las normas de supervisión en banca de inversión, comercio, creación de mercado, ventas y normas de responsabilidad financiera.

Son varias las modalidades de certificación que pueden ser resumidas en los siguientes grupos: representante general de valores, representantes, directores y gerentes, operadores, oficiales y técnicos y supervisores.

La vigencia de la certificación será de dos años para cualquiera de las modalidades.

El principal mecanismo de renovación en Estados Unidos es el esquema de capacitación que se enmarca dentro del Programa de Educación Continua. Es importante tener en cuenta que en ocasiones los individuos podrán operar en el mercado de valores sin necesidad de presentar exámenes de certificación, cuando gozan de experiencia laboral en la industria financiera o han completado estudios de posgrado relacionados con la actividad que van a desempeñar. Estas posibilidades, en la mayoría de los casos, vienen acompañadas de un curso de actualización en el Programa de Educación Continua.

En Canadá, por su parte, si bien no es obligatorio que los profesionales del sector financiero se certifiquen, existen instituciones como CSI Global Education, encargadas de certificar la idoneidad técnica y profesional de quienes operan en el mercado. En ese sentido, cabe señalar que por más de cuarenta años CSI ha sido el principal proveedor de Canadá de las credenciales profesionales y soluciones de cumplimiento para la industria de servicios financieros.

El objeto de CSI Global Education y otras entidades certificadoras es desarrollar, promover y reforzar los estándares profesionales de las personas que trabajan en el sector financiero mediante la certificación, para asegurar que el personal certificado muestre los más altos estándares profesionales y éticos, y se mantenga así la integridad y reputación.

Actualmente CSI ofrece certificación como Profesional en Estrategias de Jubilación, Profesional en Decisiones de Inversiones, Profesional en Asesoramiento de Servicios Financieros, Profesional en Planificación Patrimonial y Profesional en Estrategias de Mercado de Derivados. Esta se obtiene mediante la aprobación de una serie de cursos y exámenes.

Para poder aspirar a un certificado de CSI se debe tener experiencia laboral en el área, la cual deberá ser verificada directamente con los empleadores que haya tenido. La experiencia requerida es de al menos cinco años en los últimos ocho años. La certificación otorgada luego de presentar los exámenes, cuya aprobación acredita CSI Global Education, no caduca⁵⁵.

⁵⁵ Los autores agradecen las valiosas orientaciones del doctor Carlos Adolfo Guzmán, director de Certificación del AMV, en el suministro de información necesaria para el montaje de este apartado.

6. RELACIÓN ENTRE LA AUTORREGULACIÓN Y LOS REGULADORES ESTATALES

A) *La supervisión estatal en el mercado de valores*

La Ley 964 de 2005 establece que el Gobierno Nacional ejercerá, como se indicó en apartes anteriores, la intervención en las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público, para (1) proteger los derechos de los inversionistas, (2) promover el desarrollo y la eficiencia del mercado de valores, (3) prevenir y manejar el riesgo sistémico del mercado y (4) preservar el buen funcionamiento, la equidad, la transparencia, la disciplina y la integridad del mercado y, en general, la confianza del público en él.

La supervisión estatal sobre el mercado de valores se ejerce por conducto de la Superintendencia Financiera de Colombia, con los alcances previstos en el Decreto 4327 de 2005, incorporado en el Decreto 2555 de 2010. En efecto, la Superintendencia debe, entre otras funciones, supervisar a las sociedades comisionistas de bolsa, las sociedades comisionistas independientes, los intermediarios de valores no vigilados, los proveedores de infraestructura, organismos de autorregulación y las casas de cambio; velar por el cumplimiento de las normas contables, las de elaboración, difusión y revelación de estados financieros y demás informaciones de carácter contable que las entidades deban suministrar. A su vez, a la Superintendencia le asiste el deber legal de supervisar los riesgos de mercado respecto de esos mismos agentes.

Como se indicará en el siguiente acápite al hablar de coordinación entre el regulador y el autorregulador, en materia de supervisión sobre el mercado de valores, el AMV funge como el supervisor de primera línea y concentra su actividad particularmente en aspectos conductuales de los intermediarios. La Superintendencia, por su parte, pone el énfasis en asuntos estructurales y de supervisión prudencial.

B) *Coordinación entre los dos estamentos (principios y mecanismos de coordinación)*

La autorregulación y la regulación de policía tienen en común, ello es indiscutible, su vinculación a la persecución de los mismos fines y la utilización de unas técnicas paralelas que derivan, sin embargo, de fundamentos jurídicos radicalmente distintos (privados en un caso y públicos en el otro, en sus orígenes más profundos).

Frente a ese cometido, en Colombia la Ley 964 de 2005 incorporó un concepto de autorregulación que consiste en propender a que exista una eficiente y efectiva colaboración y coordinación entre los organismos autorreguladores y la Superintendencia Financiera de Colombia para contribuir al funcionamiento ordenado y regular del mercado, en aras de preservar su integridad y los buenos usos de sus participantes.

A propósito de ese mandato legal en torno a la coordinación entre el regulador y el autorregulador, en Colombia la ley prevé mecanismos específicos en busca de ese propósito. Quizás el más importante es el memorando de entendimiento entre la Superintendencia Financiera y el Autorregulador (conocido como “MOU” por el anglicismo *memorandum of understanding*).

Los memorandos de entendimiento son en efecto herramientas, mecanismos que permiten la coordinación entre la Superintendencia Financiera de Colombia y los organismos de autorregulación en materia disciplinaria, de supervisión y de investigación. Sin perjuicio de los demás aspectos que puedan ser incluidos en los memorandos de entendimiento, en ellos:

- Podrá determinarse las actividades de supervisión sobre las operaciones realizadas en la Bolsa y en los sistemas de negociación, respecto de las cuales el organismo autorregulador será el encargado de surtir su labor de control y monitoreo permanente, sin perjuicio de que en cualquier tiempo dicha superintendencia pueda entrar a verificar que estas actividades se desarrollen dentro del marco legal aplicable;
- Podrá definirse criterios objetivos que permitan establecer los casos en los cuales, atendiendo los principios de economía y oportunidad, los organismos de autorregulación podrán abstenerse de adelantar determinadas actividades de supervisión o abstenerse de iniciar los procesos disciplinarios por hechos irregulares que lo ameriten y que sean de su conocimiento, cuando dichas actividades de supervisión o los procesos administrativos correspondientes hayan sido iniciados por la Superintendencia Financiera de Colombia;
- Podrá establecerse los casos y el procedimiento para la realización de traslados de procesos disciplinarios que siendo iniciados por los organismos de autorregulación, por su contenido y temas deban ser conocidos por la Superintendencia Financiera de Colombia.

El Decreto 2555 de 2010 establece que en el desarrollo de sus funciones los organismos de autorregulación deberán tener en cuenta, entre

otros criterios, el de propender a no duplicar esfuerzos o funciones con la Superintendencia Financiera de Colombia.

En ese sentido, el memorando de entendimiento suscrito en noviembre de 2007 entre la Superintendencia Financiera de Colombia y el AMV fijó una directriz importante para la coordinación de funciones de las dos entidades, al establecer que el AMV es el supervisor de primera línea del mercado para las siguientes materias:

- Las infracciones asociadas con conductas y abusos de mercado realizadas en sistemas de negociación o en el mercado mostrador, incluyendo las relacionadas con operaciones de derivados.
- Las infracciones asociadas con conductas y abusos de mercado relacionadas o que se deriven de la relación con los clientes de los intermediarios.
- Aspectos relacionados con las obligaciones institucionales que deben observar las entidades intermediarias de valores en razón de su actividad en el mercado de valores, específicamente:
 - Cumplimiento del deber de utilización de sistemas de grabación de comunicaciones telefónicas, mensajes de datos y similares.
 - Prohibición de utilizar teléfonos móviles y otros dispositivos de comunicación en las mesas de negociación.
 - Incumplimiento de obligaciones relacionadas con la debida administración de conflictos de interés, en materias asociadas con la actividad de intermediación de valores.
 - Estrategias comerciales para promover la vinculación generalizada de clientes.
 - Estructura y funcionamiento de la fuerza de ventas, y, en general, la infraestructura y los recursos utilizados para la promoción de los servicios relacionados con la actividad de intermediación.
 - Límites que deben cumplir las entidades y que están estrechamente relacionados con operaciones de intermediación.

El memorando de entendimiento establece que para racionalizar el recurso humano dedicado a la supervisión del mercado de valores la Superintendencia trasladará al AMV las investigaciones que correspondan de manera prioritaria al AMV y en las que ella no haya iniciado actuación. La Superintendencia puede también trasladar al AMV las quejas de los inversionistas que versan sobre temáticas que correspondan a la primera línea de supervisión del mercado.

La Superintendencia se ha reservado de manera prioritaria la actuación en materias que tengan impacto sistémico, asuntos prudenciales, contables, conductas e infracciones de los emisores y los inversionistas, ejercicio irregular de intermediación en el mercado de valores, el incumplimiento de normas sobre prevención de lavado de activos, entre otros.

Por último, conviene anotar que, sin perjuicio de la coordinación de la que se viene hablando, los autorreguladores deben ser razonablemente independientes de sus supervisores. De lo contrario, podrían ser vistos como otro brazo del regulador y varios de los beneficios de la autorregulación se reducirían o incluso perderían. Es difícil decir dónde se debe trazar la línea. Se debe lograr un adecuado equilibrio entre el mantenimiento de una supervisión efectiva por parte de los autorreguladores y el otorgamiento de flexibilidad a estos para desarrollar sus propios programas y prioridades de acción.

Sobre el particular, la profesora Roberta Karmel, citada por Carson, ha sostenido que “[...] los cambios que se impusieron en el gobierno de la FINRA y NYSE Regulation transforman los SRO en agencias cuasi-gubernamentales con mínima influencia y participación de los miembros en la elaboración de políticas [...] la responsabilidad de la FINRA hacia sus miembros se ha visto socavada por las reformas impuestas por la SEC [...] en tanto la supervisión e intervención de la SEC sobre la FINRA se siga expandiendo, su condición de SRO de carácter privado estará en peligro. Efectivamente podría convertirse (FINRA) en un brazo de la SEC”⁵⁶.

C) *¿Qué supervisar de un organismo de autorregulación?*

Según se ha indicado, la autorregulación en Colombia está sujeta a la normatividad vigente y es objeto de intervención y supervisión estatal. En ese sentido, el supervisor debe verificar que el organismo de autorregulación cumpla efectivamente sus funciones. Debe entonces velar por que los reglamentos que expida recojan las mejores prácticas de la industria y propendan a elevar los estándares en el mercado y por que la normativa se expida conciliando el interés del desarrollo del mercado con la debida protección de los inversionistas. Por esa razón, la ley le ha asignado la labor de autorizar antes de su

⁵⁶ John Carson, *Self-Regulation in Securities Markets*, working paper for World Bank, 2010.

divulgación los reglamentos del autorregulador y sus modificaciones (función normativa). También debe vigilar que el autorregulador cuente con instrumentos adecuados para monitorear los mercados y poder supervisar el funcionamiento interno de los intermediarios y su relación con la clientela (función de supervisión).

En materia disciplinaria, finalmente, para concretar el análisis a las funciones tradicionales a cargo del autorregulador, la Superintendencia cuenta con plenas facultades para revisar previamente el trámite del procedimiento disciplinario que ha de consignar en sus reglamentos, para constatar si cumple con los requisitos mínimos previstos en la ley, en particular el respeto al debido proceso.

Se aclara, sin embargo, que la Superintendencia no tiene competencia para revisar, modificar o revocar las decisiones disciplinarias adoptadas por el autorregulador, pues no constituye instancia dentro del proceso disciplinario.

En línea con lo expuesto, en nuestro criterio, en este punto el supervisor debe reconocer que los organismos de autorregulación comparten sus principales objetivos (la protección de los inversionistas, la reducción del riesgo sistémico, la guarda de la transparencia, eficiencia e integridad del mercado, según se ha dicho). Por ello, el supervisor debe confiar en que el organismo de autorregulación ejecutará sus funciones de manera cuidadosa, íntegra, efectiva y eficiente y, salvo las restricciones de ley, debe respetar las decisiones que estos adopten en ejercicio de su autonomía. Se requiere entonces la construcción de confianza entre el supervisor público y el autorregulador, la cual se irá construyendo en la medida del cumplimiento efectivo de las obligaciones a cargo de este último.

Sobre la supervisión de los organismos de autorregulación, Carson sostiene que “El propósito de un programa de supervisión es garantizar que una SRO [*self regulation organization*] está cumpliendo sus responsabilidades legales y reglamentarias y que es capaz de realizar eficazmente sus funciones de regulación. La supervisión de una SRO por una autoridad pública es necesaria para garantizar que la SRO es responsable y para asegurarse que los conflictos de interés se administran adecuadamente. Vigilancia significa supervisión —no debe extenderse a dirigir los asuntos de una SRO o administrar sus operaciones, lo cual podría comprometer la independencia de la SRO y los beneficios de la autorregulación”.

En algunos países, el regulador estatal tiene el poder para recomendar, o exigir que las SRO, esto es, las entidades de autorregulación,

adopten, normas específicas si la SRO no lo hace voluntariamente. En Estados Unidos, la SEC tiene poderes adicionales para derogar, agregar o eliminar normas existentes de autorregulación. “El uso de tales poderes es raro; en su lugar, los reguladores del Gobierno y las SRO normalmente discuten iniciativas de regulación sobre una base regular. Si un regulador considera que una SRO debe actuar de una forma específica o adoptar una regla determinada, generalmente informa a la SRO de sus puntos de vista de manera informal. Las dos organizaciones a menudo discuten el enfoque más eficaz de un problema e intentan alcanzar un acuerdo sobre un punto de vista en común.”⁵⁷

También es importante anotar que el principal riesgo asociado al funcionamiento de un organismo de autorregulación es la posible existencia de conflictos de interés. El supervisor oficial debe asegurarse entonces que las funciones de autorregulación se ejerzan en beneficio del interés público y no de intereses particulares. Sobre el tema se volverá en el siguiente acápite.

7. CONFLICTOS DE INTERÉS Y GOBIERNO CORPORATIVO

Mediante el gobierno corporativo se puede lograr un adecuado balance que permita obtener, por una parte, suficiente cercanía con la industria autorregulada, pero al mismo tiempo independencia frente a ella. Para asegurar esa independencia, el Gobierno Nacional estableció en su momento, en el Decreto 1565 de 2006 (incorporado en el Decreto 2555 de 2010), varias reglas:

En cuanto corresponde a la integración del consejo directivo, indicó la norma que con el objetivo de asegurar la independencia y la apropiada administración de los conflictos de interés, tal órgano deberá estar conformado por directores representantes de los miembros y por directores independientes. El número de directores independientes debe ser igual o mayor al número de aquellos no independientes. Igualmente, por mandato legal, el consejo debe abstenerse de intervenir particularmente en investigaciones en curso y en los procesos disciplinarios. Se precisa también que quienes lo integren deben actuar en el mejor interés de los inversionistas y por la integridad del mercado de valores.

⁵⁷ John Carson, *Self-Regulation in Securities Markets*, working paper for World Bank, 2010.

Por otro lado, para asegurar mejor la independencia del presidente del AMV, se establece en la normatividad que éste debe ser nombrado por un período fijo, prorrogable.

Finalmente, también en el ámbito disciplinario se prevén algunas reglas que tienden hacia el mismo propósito: asegurar la independencia y el buen suceso de la función. Los miembros del Tribunal Disciplinario son nombrados por el consejo directivo para períodos fijos, deben contar con un alto nivel de integridad moral y credibilidad en el sector financiero o bursátil y en su integración debe asegurarse que por lo menos la mitad de sus miembros debe ser independiente para estos efectos

8. IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA DE 2000-2008 EN LOS SISTEMAS DE AUTORREGULACIÓN

Tras la crisis financiera internacional de los años 2007 y 2008 surgieron cuestionamientos sobre el esquema de regulación y supervisión estatal en los Estados Unidos, incluyendo el apoyo en organismos de autorregulación. Diversos análisis han llamado la atención en torno al hecho de que uno de los principales factores detonantes de la crisis financiera fue la regulación aplicable al mercado financiero y de valores.

Hay que aclarar, sin embargo, que como bien se advirtió en el documento “Crisis Financiera”, elaborado por el AMV en 2009,

Las críticas que han surgido a partir de la crisis hacen referencia a la política desarrollada en Estados Unidos desde 1994 de desregulación estatal en materia prudencial, acompañada de autorregulación independiente. Así por ejemplo se consideró que los mercados de valores no debían ser objeto de regulación estatal, en la medida en que contaban con los medios y recursos suficientes para valorar los riesgos que podían asumir. Se estimó, en particular que las bancas de inversión eran capaces de imponerse sus propios límites, sin injerencia alguna del gobierno o de una entidad autorreguladora externa. Bajo este mismo principio se justificó la ausencia de regulación sobre los *Hedge Funds*, que se caracterizan por contar con altos niveles de apalancamiento y riesgo.

Alan Greenspan, *chairman* de la FED, señaló en 1994 que los bancos y las instituciones financieras deberían cada vez más depender de la autorregulación independiente, ya que el Estado no estaba en capacidad de adelantar esa labor. Se refería al conjunto de normas desarrolladas independientemente por cada entidad financiera para evaluar los riesgos que asumía.

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

Es precisamente ese modelo norteamericano de desregulación al que se critica como una de las causas directas de la crisis financiera. De hecho, el mismo Greenspan manifestó que el interés propio de los dueños y administradores de instituciones financieras debe llevarlos a mantener adecuadas provisiones contra la insolvencia mediante el monitoreo continuo de su capital y sus posiciones de riesgo. Por mucho tiempo, dicha apreciación parecía incontrovertible, sin embargo en el 2007 falló. Luego Greenspan reconoció que el modelo de desregulación mediante la autorregulación individual fracasó. Nunca se ha criticado el modelo de autorregulación externo regulado como el que desarrolla la FINRA en Estados Unidos. Este último modelo, por el contrario, complementa la labor estatal aportando especialidad y elevando los estándares de los sectores autorregulados. En la medida en que se trata de una entidad independiente de los participantes del mercado, es posible diseñar medidas que permitan la prevención, el manejo y abstención de actuar en presencia de conflictos de interés. Por otro lado, bajo este modelo, el organismo autorregulador sigue los criterios y principios impuestos por el Estado al ser objeto de supervisión del Gobierno. Ese es el modelo desarrollado por [el] AMV.

El informe del G-20 que se ha constituido en la base conceptual para las propuestas en regulación que aún hoy en día se discuten en muchas jurisdicciones, a propósito de la crisis en mención, recomienda priorizar el efectivo cumplimiento del marco normativo, para lo cual los reguladores estatales y las autoridades de supervisión deben asegurar la efectividad de sus actividades de *enforcement*, disponiendo de los recursos necesarios y de una debida independencia de otras actividades así como de influencias externas. Recomendaciones similares aparecen en los análisis efectuados por distintas jurisdicciones, entre ellas en el Informe Larosiére de la Unión Europea, el Informe Turner del Reino Unido y el Informe del Tesoro de los Estados Unidos, también a propósito de la crisis.

El 17 de junio de 2009, el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos publicó el documento conceptual base para la reforma a la

estructura de regulación y supervisión del sistema financiero de dicho país. Con esta reforma se plantea reforzar los mecanismos de coordinación entre agencias, supervisar a todas las entidades financieras que implican un riesgo sistémico, incluso si no son bancos, desarrollar mayores estándares prudenciales, incrementar la transparencia como mecanismo para reforzar la disciplina del mercado, mayor protección al consumidor financiero e incrementar la cooperación internacional.

A su turno, las principales reformas incluidas en la Dodd-Frank Act (reforma financiera de 2010) sobre autorregulación son las siguientes:

- Aprobación más expedita de la regulación de los SRO: la SEC tendrá 45 días (extensibles por otros 45) para aprobar o negar. En caso de negar, debe dar una audiencia al SRO en menos de 180 días (sección 916);
- La SEC tendrá un consultor independiente encargado de revisar y reportar al Congreso mejoras en la forma de coordinar, colaborar y supervisar a los SRO.
- El Government Accountability Office debía presentar un estudio en julio de 2011 para extender la autorregulación a los *private funds* (fondos mutuos e *investment advisors*, fondos de capital privado, fondos de capital de riesgo, fondos de cobertura [sección 416]).

De igual manera, la mencionada reforma financiera impuso a la SEC la obligación de adecuar su estructura, en procura de fortalecer en particular la actividad disciplinaria. El Plan de Reestructuración hace énfasis en varios aspectos:

- La creación de una oficina de inteligencia de mercados, para el análisis estratégico de la información relacionada con las quejas y denuncias, instrumentos éstos que pasan a ser un factor decisivo en la orientación de los esfuerzos de supervisión. Para ese propósito la reforma (Dodd Frank Act - Section 967) hace énfasis en la utilización de incentivos para denunciantes y cooperantes, representados en retribuciones económicas directas y la posibilidad de acuerdos por los cuales se renuncia a iniciar acciones disciplinarias contra quien denuncie o coopere.
- Una redefinición de la relación entre la SEC y la FINRA, basada en la necesidad de compartir información sobre el mercado y de implementar esquemas de coordinación específicos, así como de supervisión especiales sobre el autorregulador, que supongan una

revisión constante de sus funciones y una retroalimentación permanente sobre sus experiencias.

- La creación de unidades especializadas, dedicadas a temas específicos dentro de las áreas disciplinarias (áreas especiales para temas de abuso de mercado, productos nuevos y estructurados, prácticas de corrupción en el exterior, entre otras) y la reorganización y fortalecimiento del esquema de visitas (supervisión *in situ*), bajo el principio de “gerentes al campo”.
- La creación de un Grupo de Trabajo para la prevención del fraude (Financial Fraud Enforcement Task Force), conformado por distintos estamentos, entre los que se destacan la SEC, la FINRA, el Departamento de Justicia y el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos.
- En particular para la FINRA, el fortalecimiento de la supervisión basada en riesgos, mediante la implementación de una matriz de información, denominada “matriz granular”, que se alimenta de una “minería de datos” proveniente, entre otras fuentes, de centrales de información financiera y crediticia, agencias de seguridad estatales y, por supuesto, de la verificación de la actividad de las propias firmas en aspectos operacionales y financieros (se destaca el llamado que se hace al “centralized focus”, enfocado a la revisión de los estados financieros de las firmas intermediarias, para determinar eventuales diferencias inusuales entre distintos períodos de revisión, incrementos históricos de ganancias o pérdidas, etc., con miras a producir, en últimas, un adecuado balance entre la supervisión de las conductas y actividades y el análisis de los balances por operador y por líneas de negocio, generando alertas tempranas de supervisión).
- El documento oficial de estudio para la reestructuración de la SEC, preparado en marzo de 2011 por el Boston Consulting Group, denominado “SEC- Organizational Study and Reform”, reconoce sobre los organismos de autorregulación, que estos pueden “monitorear a la industria más eficientemente que los reguladores oficiales”.

Claramente, en el marco de las medidas recientes para superar la crisis, la FINRA (SRO Regulado) sale fortalecido. Bien se advirtió en el Congreso de los Estados Unidos al discutir la reforma: “Government alone cannot provide an effective response”. En el mismo sentido, el Banco Mundial expresó en el 2010: “La crisis refuerza la necesidad de supervisores de primera línea (autorreguladores) fuertes, conocedores, que estén muy familiarizados con las entidades y que tengan los recursos para adelantar un programa robusto de supervisión”.

Sobre el adecuado uso del *enforcement* como herramienta adicional para revertir la situación de crisis, el G-20 expresó en el 2010: “No importa qué tan adecuada sea la normatividad, si la gestión disciplinaria es ineficiente o percibida como tal, los supervisores no podrán alcanzar los objetivos en regulación”.

Se insiste entonces en que la más reciente crisis financiera global y sus secuelas han puesto en duda la eficacia de los sistemas de regulación financiera. En particular, la crisis ha planteado serios interrogantes sobre la fiabilidad de los sistemas de regulación, los cuales otorgaban un grado significativo de confianza al gobierno corporativo de las instituciones financieras —incluido el sistema de supervisión interna y de cumplimiento de normas y los sistemas de gestión de riesgo— para garantizar el cumplimiento de las leyes y la regulación y la integridad financiera de sus instituciones.

En muchos países, el costo de los “rescates” gubernamentales y la necesidad de una intervención del Gobierno en el sistema financiero han planteado demandas para la reforma de la regulación. Las reformas, que aún hoy siguen en proceso de implementación, podrían tomar varias formas, que van desde (1) la adopción de leyes y reglamentos fuertes, (2) cambios en la estructura de los sistemas de regulación (incluyendo consolidación de los reguladores financieros), (3) mejorar el gobierno y la rendición de cuentas de los reguladores financieros y (4) supervisión más fuerte sobre el cumplimiento de las leyes y las normas por parte de las instituciones financieras.

La crisis ha demostrado que los sistemas sofisticados de cumplimiento de normas y controles de riesgo no abordan el riesgo de instrumentos complejos, como los derivados y la venta de estos a los clientes. Las razones de los fracasos aún están siendo debatidas, pero el hecho de que se produjeran incrementa los cuestionamientos sobre la eficacia del control interno de las firmas y la supervisión reguladora de ellas. Los tipos de problemas que han surgido son en parte el resultado de no vigilar adecuadamente las entidades financieras, las fallas de las firmas y las de sus reguladores y autorreguladores en comprender y controlar totalmente el negocio y los riesgos del producto que asumieron las empresas, así como la inadecuada administración de dichos riesgos por parte de las firmas.

La eficacia de la regulación basada en principios está también bajo examen crítico para determinar si es necesario expedir reglas más preceptivas que aseguren que se adopten adecuados estándares mínimos

de supervisión y administración de riesgos. Del mismo modo, ya no se está a favor de la regulación “light touch”. La confianza de los reguladores en la eficacia de los sistemas de control interno y administración de riesgos de las instituciones financieras llevó a que las revisiones directas del regulador sobre las operaciones de las firmas fueran menos frecuentes y más limitadas “al riesgo”.

Siguiendo de nuevo a Carson, y para concluir este punto, “[...] la crisis puede ser una oportunidad para que los autorreguladores demuestren cómo pueden contribuir a una regulación más fuerte de las firmas de valores. Dado que la crisis financiera puso de manifiesto la necesidad de reforzar los recursos y la capacidad de regulación, esa necesidad podría llevar a mayor confianza en la autorregulación. Incluso con presupuestos amplios, pocos reguladores del Gobierno puedan obtener los recursos y experiencia que serán necesarios para ampliar significativamente la supervisión de las empresas de valores. Donde los SRO tienen la competencia necesaria, pueden desempeñar un papel importante para garantizar la adecuada supervisión de las empresas reguladas. La crisis reforzó la necesidad de reguladores fuertes de primera línea, con conocimientos, que estén muy familiarizados con las empresas y que tengan los recursos para llevar a cabo exámenes regulares y minuciosos de las empresas”⁵⁸.

BIBLIOGRAFÍA

Doctrina

ARIÑO ORTIZ, GASPAR, “Sobre la naturaleza y razón de ser de los entes reguladores y el alcance de su poder reglamentario”, en *Revista Eletronica de Direito Administrativo Economico*, 2008.

BLANCO BARÓN, CONSTANZA, “Seguimiento al marco institucional del mercado de valores en Colombia”, en *Revista Contexto* n.º 23, Derecho y Economía, Universidad Externado de Colombia.

CARBAJALES, MARIANO, *La regulación del mercado financiero. Hacia la autorregulación del Mercado de Valores*, Madrid, Marcial Pons, Fundación de Estudios Financieros, 2006.

CARSON, JOHN, *Self- Regulation in Securities Markets*, working paper for World Bank, 2010.

⁵⁸ John Carson, *Self-Regulation in Securities Markets*, working paper for World Bank, 2010.

- DARNACULLETA I GARDELLA, MARÍA MERCÈ, *Autorregulación y derecho público. La autorregulación regulada*, Marcial Pons, 2005.
- LEFORT, FERNANDO, *Aspectos generales de la autorregulación del mercado de valores y su aplicación al mercado de capitales chileno*, 2005.
- OSPINA, MANUEL y MARÍA HELENA DE OSPINA, *La intervención estatal en el sector financiero*, Bogotá, Legis, 1980.
- RAMÍREZ FUENTES, RODOLFO, “Consideraciones Institucionales sobre la Autorregulación en el Mercado de Valores”, en *Revista Iberoamericana de Mercado de Valores*, n.º 21, 2007.
- RESTREPO, JUAN CAMILO y ANTONIO JOSÉ NÚÑEZ, *Diálogo sobre la crisis financiera*, Medellín, edición Biblioteca Jurídica Diké, 2008.
- ROSILLO ROJAS, MAURICIO, “La autorregulación en el mercado de valores”, en *Revista de Derecho Privado* n.º 39, 2008, Universidad de los Andes.
- Securities and Exchange Commission, *Concept Release Concerning Self-Regulation; Proposed Rule*, diciembre 8 de 2004 [en línea]. Disponible en <https://www.sec.gov/rules/concept/34-50700.htm> [consulta: 26 de mayo de 2016].

Jurisprudencia

- Corte Constitucional de Colombia, sentencia C-692 de 2007, MP: Rodrigo Escobar Gil.

PARTE QUINTA

CONDUCTAS QUE AFECTAN LA FORMACIÓN DE PRECIOS EN EL MERCADO DE VALORES, Y RÉGIMEN DISCIPLINARIO DEL MERCADO DE VALORES

CAPÍTULO I

CONDUCTAS QUE AFECTAN LA FORMACIÓN DE PRECIOS EN EL MERCADO DE VALORES*

FELIPE GAVIRIA**

ANA MARÍA PRIETO***

LISSA PARRA****

1. INTRODUCCIÓN

A lo largo de esta obra se ha subrayado la importancia que la adecuada formación de precios tiene para la protección de los inversionistas y la eficiencia de mercado. Como se menciona en una conclusión de un estudio del Autorregulador del Mercado de Valores, “La eficiencia del mercado en el proceso de descubrimiento de precios no es un propósito altruista para dotar al mercado de estándares morales, sino una condición para que el mercado de valores se desarrolle y cumpla su función social de asignación de recursos”¹.

* Para citar este libro: <http://dx.doi.org/10.15425/2017.271>

** Felipe Gaviria Liévano es economista y magíster en Economía de la Universidad de los Andes.

*** Ana María Prieto es economista, magíster en Política Pública de la Universidad de los Andes, magíster en Economía y especialista en Derecho del Mercado de Capitales de la Pontificia Universidad Javeriana.

**** Lissa Parra es abogada, máster en Derecho Bursátil y Financiero (LL. MM.) de Georgetown University y especialista en Legislación Financiera de la Universidad de los Andes. Se ha desempeñado como profesora en el pregrado de la Facultad de Derecho de la Universidad de los Andes. Actualmente se desempeña como directora jurídica de la Bolsa de Valores de Colombia.

¹ Autorregulador del Mercado de Valores, *El descubrimiento de precios en el mercado de valores*. 2010 [en línea]. Disponible en <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20110721175017.pdf> [consulta: 25 de mayo de 2016]. Documento de investigación DI-04.

La formación de precios surge de la interacción legítima entre compradores y vendedores, es decir, de la interacción entre la demanda y la oferta. Se genera entonces una tensión natural entre los compradores, cuyo interés es comprar al menor precio posible, y los vendedores, que buscan vender al precio más alto. Dicha tensión la resuelve el precio de equilibrio resultante cuando se llega a un acuerdo, es decir, a una operación en el mercado.

En este acápite se estudian las conductas que atentan contra la interacción legítima de los agentes del mercado. Dichas conductas, consideradas abusos de mercado, exacerban los problemas de asimetría de la información, riesgo moral y acción colectiva descritos previamente en esta obra². Esto atenta contra la protección de los inversionistas, afecta la liquidez y eficiencia de los mercados y mina la integridad y transparencia de estos.

La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus iniciales en inglés) ha fijado como objetivos de la regulación sobre valores la protección del inversionista, asegurar que los mercados sean equitativos, eficientes y transparentes, y la reducción del riesgo sistémico. El cumplimiento del primer objetivo implica que los inversionistas sean protegidos del desarrollo de prácticas manipulativas o fraudulentas.

En desarrollo de estos objetivos, se debe prohibir la manipulación del mercado y el uso indebido de información privilegiada, por considerarse que tales conductas pueden afectar el proceso de descubrimiento de precios en el mercado e implican una desventaja ilegítima para los inversionistas³.

La existencia de abusos de mercado hace necesaria la implementación de mecanismos de regulación y supervisión para prevenir y disuadir su ocurrencia. Las soluciones públicas y privadas que se discuten en la primera parte de esta obra cumplen un rol particularmente importante en este sentido.

Dado el perjuicio económico que pueden generar los abusos de mercado por su impacto en la debida formación de precios, es fundamental la intervención del Estado para prevenirlos y sancionarlos cuando se presentan.

Es importante diferenciar entre los abusos de mercado dolosos y aquellos culposos. Los primeros se refieren a conductas en las cuales el

² Véase el tomo 1, capítulo 1, sección 1 de esta obra.

³ International Organization of Securities Commissions, *Objectives and Principles of Securities Regulation June 2010*.

agente tiene la intención de afectar la interacción legítima de la oferta y la demanda, con el propósito de obtener un provecho para sí o para un tercero. En los segundos, el agente incurre en conductas que pueden alterar la interacción entre oferta y demanda y afectar irregularmente el proceso de descubrimiento de precios, sin que haya existido la intención de hacerlo.

Los estándares de regulación que prohíben la realización de abusos, tanto dolosos como culposos, constituyen el ejemplo más relevante de la intervención del Estado. Dicha intervención se materializa tanto en la expedición de normas propias de los mercados de valores como en normas de carácter penal para el caso de los abusos dolosos.

El establecimiento de estándares para el marco contractual y operativo que rige la relación entre los administradores de sistemas de negociación y de registro y sus participantes, así como entre los participantes, en materias tales como mecanismos de calce de posturas, cupos de contraparte, registro de las operaciones y la compensación y liquidación de las mismas, constituye un aspecto que puede minimizar la ocurrencia de abusos de mercado. Por ejemplo, en ausencia de un sistema de registro organizado, en el que los participantes consignen sus operaciones de manera oportuna, no es posible que otros participantes conozcan dicha formación de precios y por lo tanto no tienen referentes que les permitan romper las asimetrías de información y protegerse a sí mismos.

En la medida en que los mercados de activos financieros se profundizan, surgen nuevos productos de inversión y formas de negociar. Al mismo tiempo, es natural que se creen nuevas tipologías de abusos de mercado. La velocidad de este desarrollo, especialmente en los últimos años, con la adopción de herramientas y canales de alta tecnología como el *high frequency trading* y el *e-trading*, ha llevado a la fijación de nuevas reglamentaciones y al robustecimiento de las metodologías de supervisión.

Las soluciones privadas son un instrumento tanto o más efectivo en la prevención de abusos que las otras formas de intervención. Un ejemplo de soluciones privadas puede ser la implementación de intermediarios reputacionales de segundo nivel, que por su cercanía con el mercado están en una mejor posición para detectar abusos mediante el monitoreo de las operaciones⁴.

⁴ John Coffee, "The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence the Governance of Accounting", *Columbia Law and Economics*. Working paper n.º 191, 2001.

Los abusos de mercado afectan la adecuada formación de precios y minan la confianza de los inversionistas. Son prácticas contrarias a los principios de equidad y transparencia que deben caracterizar el funcionamiento de los mercados.

2. ABUSOS DE MERCADO

La eficiencia del mercado se afecta cuando agentes realizan actos con el propósito de afectar su funcionamiento. Esto se puede hacer fundamentalmente de tres maneras: enviando “señales” engañosas respecto al verdadero valor de los activos, obteniendo una ventaja personal a partir de información que no es públicamente conocida y debería serlo, o incurriendo en actos defraudatorios para apropiarse de recursos de terceros. Las siguientes son tipologías de abusos de mercado.

A) *Manipulación*

Con las conductas de manipulación se busca obtener un provecho económico, afectando artificialmente los precios de los valores. El sujeto incurso en esta conducta tiene el propósito deliberado y unívoco de transmitir una impresión engañosa sobre la tendencia del precio. Esta tendencia artificial no es consecuencia de operaciones legítimas ni de la libre interacción entre la oferta y la demanda, sino resultado de la actuación del manipulador.

Bajo los supuestos clásicos de racionalidad y eficiencia que sustentan el funcionamiento de los mercados financieros, los precios son un fiel reflejo del desempeño de los activos, los costos de transacción, la aversión al riesgo de los participantes y en general de toda la información que éstos han incorporado en sus decisiones de inversión.

Sin embargo, en ocasiones se presentan fallas de mercado y los agentes incurren en acciones manipulativas que afectan el adecuado proceso de descubrimiento de precios y distorsionan la asignación eficiente de los recursos en la economía⁵. Estas prácticas pueden ir desde la realización de operaciones concertadas entre un mismo beneficiario real (*wash trades*) hasta la divulgación de información falsa sobre el desempeño de una acción.

⁵ Itay Goldstein y Alexander Guembel, “Manipulation and the Allocational Role of Prices”, en *Review of Economic Studies* n.º 75, 2008.

Los casos más antiguos de manipulación datan de las guerras napoleónicas, cuando inversionistas y periodistas compraban acciones, difundían rumores engañosos de la guerra para luego venderlas y ganar una utilidad⁶. Esquemas similares, conocidos como *trading pools* o *hype and dump*, se observaron en la crisis de 1929 en Estados Unidos. Como resultado, el Senado de ese país prohibió cualquier práctica de manipulación, mediante la proclamación de la ley de valores de 1934 (Securities Exchange Act).

Desde entonces, varios autores han estudiado la manipulación y sus efectos en la integridad y eficiencia de los mercados. Por ejemplo, Aggarwal R. y Wu G. (2006)⁷ demuestran que durante la manipulación las acciones de baja liquidez aumentan sus niveles de rentabilidad y volatilidad. Esto genera señales distorsionadas sobre la verdadera vocación de las acciones y de esta manera afecta la formación de precios. A partir de una muestra de 142 casos disciplinados por la Securities and Exchange Commission (SEC) entre 1990 y 2001, estos autores encuentran que un esquema de manipulación demora 202 días en promedio y casi siempre se busca elevar artificialmente el precio de las acciones (85% de la muestra analizada). En el 40% de los casos se comprobó la realización de operaciones concertadas entre varios inversionistas y en más del 50% de los casos se observó que los manipuladores divulgaron rumores falsos.

A pesar de los esfuerzos de los supervisores y reguladores, los mercados siguen siendo objeto de actos de manipulación. En 2011 la SEC adelantó 35 investigaciones de manipulación, lo que corresponde al 5% del total de casos disciplinados por esa entidad. Uno de los esquemas de mayor gravedad les generó a los manipuladores más de 63 millones de dólares de utilidades indebidas⁸.

Entre enero y el 15 de mayo de 2012, la SEC presentó demandas en tres casos de manipulación. El más reciente involucró a un inversionista que realizó reiteradas compras y ventas sobre dos acciones de baja liquidez a nombre de familiares y amigos. Las operaciones generaron

⁶ Franklin Allen y Douglas Gale, "Stock-Price Manipulation", en *Review of Financial Studies*, n.º 5, 1992.

⁷ R. Aggarwal y G. Wu (2006), "Stock Market Manipulation", en *Journal of Business*, 79, 1915-1953. <https://doi.org/10.1086/503652>.

⁸ Morgan Lewis, *2011 Year in Review: SEC and FINRA Selected Enforcement Cases and Developments Regarding Broker-Dealers* [en línea]. Disponible en http://www.morganlewis.com/pubs/LIT_2011YearInReview.pdf [consulta: 20 de mayo de 2016].

una apariencia falsa de liquidez y un incremento artificial en el precio, el cual le permitió obtener una ganancia⁹.

Se estima que existen alrededor de quince tipologías de manipulación¹⁰. Algunas de estas se han facilitado con el uso de internet, la globalización, las estrategias de negociación algorítmica y la negociación de alta frecuencia. Según Frieder y Zittrain (2006)¹¹, semanalmente se envían más de 240 millones de correos electrónicos no deseados (*spam e-mails*) con contenido engañoso relacionado con acciones. Según estos autores, quienes realizan compras con base en estas promociones pierden más del 5% de su inversión original en dos días. Estas y otras tipologías se describen con mayor detalle en las siguientes secciones.

a) *Elementos relevantes de la manipulación*. Existe una dificultad para diferenciar las conductas manipulativas de otras que, aunque puedan incidir en la formación de precios, no tienen por objeto enviar señales engañosas al mercado ni afectar los precios o la liquidez de mercado.

Un ejemplo de esto es la diferencia entre el uso legítimo de las ventas en corto y una estrategia de manipulación utilizando estas mismas operaciones. Ambos casos inciden el precio a la baja, sin embargo, en la primera situación quienes utilizan las ventas en corto fundamentan su actuación en información que indica que el precio de la acción está sobrevalorado. En el segundo caso, el manipulador vende en corto una acción y luego divulga información engañosa sobre el desempeño del emisor, con el interés de presionar artificialmente los precios a la baja y extraer un provecho económico indebido¹².

Para diferenciar las prácticas legítimas de las conductas manipulativas, en la mayoría de jurisdicciones se utilizan los siguientes cuatro elementos: acción en que incurre el manipulador, dolo al realizar la

⁹ United States District Court Southern District of Nueva York, *Securities and Exchange Commission v. David Blech y Margaret Chassman* [en línea]. Disponible en <http://www.sec.gov/litigation/complaints/2012/comp-pr2012-89.pdf> [consulta: 3 de mayo de 2016].

¹⁰ Douglas Cumming y Sofia Johan, “Global Market Surveillance”, en *American Law and Economic Review*, n.º 8. 2010.

¹¹ Frieder L. y Zittrain J. “Spam Works: Evidence from Stock Touts and Corresponding Market Activity”. *Harvard Public Law*. Working paper n.º 135. 2007.

¹² Ana María Prieto, “Ventas en corto: discusión regulatoria y propuesta para Colombia”, en *Análisis - Revista del Mercado de Valores*, n.º 1, 2010. En este artículo se describen los beneficios y riesgos de las ventas en corto y los cambios en la regulación de estas operaciones a raíz de la crisis de 2008.

acción, móvil para acometer la acción y efecto artificial que genera la acción en el mercado.

La dificultad probatoria de estos elementos, en particular el dolo o intención del sujeto y la artificialidad del efecto, ha generado discusiones jurídicas y económicas.

Respecto a la intención, la complejidad radica en que se trata de un hecho no observable y que requiere probar el estado de la mente del sujeto manipulador. Ante esta dificultad, en algunos países, como Australia, han decidido excluir este componente de la definición de *manipulación*¹³. En otras latitudes, se ha defendido que la manipulación es una conducta subjetiva y que necesariamente debe probarse la intención dolosa y deliberada del sujeto de afectar artificialmente los precios o la liquidez. Este es el caso de Estados Unidos, Nueva Zelanda y el Reino Unido¹⁴. Finalmente, en algunas regulaciones, como la colombiana, se establece que un participante puede incurrir en un acto de manipulación, aun cuando no tenga la intención de hacerlo. Los detalles normativos de estos países se explican en la siguiente sección.

Ante la dificultad probatoria de la intención, es usual que los casos de manipulación se construyan con la suma de indicios y utilizando la herramienta de la presunción. Estos mecanismos permiten que a partir de los hechos observables se pueda probar la existencia de otro hecho desconocido, como la intención¹⁵.

En cuanto al efecto de la manipulación, existen opiniones encontradas. Por un lado, hay quienes no lo consideran un elemento necesario para probar la manipulación, sino un agravante de la pena. Otros, en cambio, opinan que un acto es manipulativo solo si se comprueba que tuvo un efecto artificial en los precios. Quienes respaldan esta definición argumentan que el concepto de precio o liquidez *artificial* es un asunto meramente económico y objetivo y por lo tanto de fácil determinación.

¹³ Hui Huang, “Redefining market manipulation in Australia: The role of an implied intent element” [en línea]. Disponible en <http://www.clta.edu.au/professional/papers/conference2009/HuangCLTA09.pdf> [consulta: 4 de mayo de 2016].

¹⁴ Albert Kyle y Viswanathan S., “How to Define Illegal Price Manipulation”, en *American Economic Review: Papers & Precedings*, 2008, y Daniel Fischel y David J. Ross, “Should the Law Prohibit ‘Manipulation’ in Financial Markets?”, en *Harvard Law Review* n.º 503, 1991.

¹⁵ Autorregulador del Mercado de Valores, *El descubrimiento de precios en el mercado de valores*. 2010.

Existen dos métodos para probar la legitimidad de un precio. El primero se basa en el comportamiento histórico para proyectar un valor esperado. En caso de que el precio se aparte de este nivel, se considera que puede ser artificial. Para llegar a esta conclusión se deben analizar explicaciones de mercado que razonablemente puedan explicar la desviación del precio frente a su comportamiento histórico. En el segundo método se analiza el comportamiento de la demanda y de la oferta. Si la interacción entre estas fuerzas de mercado no es legítima, el precio es artificial.

b) *Marco regulatorio colombiano aplicable a la manipulación.* En Colombia, desde 1980 con el Decreto 1172, artículo 8.º, numeral 4, se prohibió a las sociedades comisionistas de bolsa realizar operaciones que no sean representativas de las condiciones del mercado, a juicio de la Comisión Nacional de Valores (hoy Superintendencia Financiera de Colombia)¹⁶.

Posteriormente, la Ley 964 de 2005, artículo 50, en la lista las infracciones en el mercado de valores, en el literal b, se refiere particularmente a la manipulación. Allí se detalla que se consideran infracciones del mercado todas las acciones que tengan como objetivo o efecto: afectar la libre formación de los precios, manipular la liquidez de un valor, aparentar ofertas o demandas, generar un efecto artificial en el precio y en la oferta o la demanda de un determinado valor u obstaculizar la libre concurrencia de otros participantes del mercado.

De forma complementaria, el literal n de dicho artículo establece también como infracción la realización de declaraciones o la divulgación de información falsa, engañosa, inexacta o incompleta relacionada con algún valor determinado.

Como se mencionó, el hecho de que la legislación colombiana haya incluido la expresión “como objetivo o efecto” abre la posibilidad de que un participante incurra en la infracción de manipulación aun cuando no tenga la intención de hacerlo. Estas situaciones corresponden realmente a conductas culposas que afectarían indebidamente la formación de precios, pero que no implican una actuación deliberada de manipulación del mercado.

¹⁶ Numeral declarado *exequible* por la Corte Constitucional mediante la sentencia C-406-04 del 4 de mayo de 2004, MP Clara Inés Vargas Hernández, “[...] en el entendido de que la expresión ‘a juicio de la Comisión Nacional de Valores’ se refiere a que previamente al hecho o al acto objeto de investigación la Superintendencia de Valores establecerá de manera general los criterios técnicos y especializados con los cuales determinará qué es una operación no representativa del mercado”.

Respecto a las normas de autorregulación, el Reglamento de AMV establece que los sujetos de autorregulación se deben abstener de incurrir en las situaciones descritas en el literal b del artículo 50 de la Ley 964 de 2005. Según la Guía para la Graduación de Sanciones de AMV¹⁷, por una parte, la conducta debe ser deliberada, esto es, no se puede manipular “por error” o por una conducta culposa, y, por la otra, cuando una persona incurra en algunas de estas infracciones será expulsada del mercado, lo cual corresponde a la sanción de mayor gravedad.

Finalmente, en materia penal, el artículo 317 de la Ley 599 de 2000 establece que quien realice transacciones con la intención de aparentar una mayor liquidez respecto de un determinado valor inscrito en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios o efectúe maniobras con el propósito de alterar la cotización de él, recibirá una pena de entre dos y seis años de prisión y una multa hasta de 50.000 salarios mínimos legales mensuales vigentes. En caso de que dicha conducta genere el efecto previsto, la pena se aumentará hasta la tercera parte en el mínimo y en la mitad en el máximo¹⁸.

Es claro, entonces, que para el tipo penal la conducta de manipulación debe ser esencialmente dolosa y no se admite la culpabilidad vía negligencia.

c) *Regulación internacional aplicable a la manipulación.* En la mayoría de países se prohíben las prácticas de manipulación en el mercado de valores y existen sanciones, tanto administrativas como penales, previstas para quienes incurran en ellas. En Australia y Canadá una persona que incurra en una práctica manipulativa puede ser condenada hasta por diez años de prisión. En Estados Unidos y el Reino Unido las penas son de hasta veinte y siete años, respectivamente¹⁹.

Además de las disposiciones generales sobre la ilegalidad de esta conducta, en algunas jurisdicciones se han desarrollado reglamentaciones

¹⁷ Autorregulador del Mercado de Valores, *Guía para la graduación de las sanciones de AMV*. Disponible en <http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2015/01/EvelLeonerAriza.pdf> [consulta: 3 de mayo de 2016].

¹⁸ Artículo 317 de la Ley 599 de 2000 y artículo 14 de la Ley 890 de 2004. Para un análisis de la jurisprudencia véase Autorregulador del Mercado de Valores, *El descubrimiento de precios en el mercado de valores*. 2010 [en línea]. Disponible en <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20110721175017.pdf> [consulta: 25 de mayo de 2016].

¹⁹ Insider trading and market manipulation. (2010) Discurso de Tony D’Aloisio, director de la Australian Securities and Investments Commission (ASIC), y Dark Pools, HFT y competition (2011). Discurso de Shane Tregillis, comisionado de la ASIC.

específicas complementarias sobre mercados, productos u operaciones, los cuales podrían ser objeto de abusos de mercado. Un ejemplo de esto es la reglamentación sobre las ventas en corto. A continuación se describe la regulación sobre manipulación de algunas jurisdicciones²⁰.

a') *Estados Unidos*. En Estados Unidos, la Ley de la Bolsa de Valores de 1934 (Securities Exchange Act) prohíbe las conductas de manipulación.

En la sección 9 de la ley, llamada “Manipulación de precios”, se establece que es ilegal que una persona, directa o indirectamente, realice negociaciones sobre un valor inscrito en una bolsa de valores nacional con el propósito de crear una apariencia falsa sobre su negociación, realizar operaciones que no impliquen un cambio en el beneficiario o ingresar una orden de compra (venta) con el conocimiento de que una orden de venta (compra) será ingresada por un monto y precio similar y substancialmente al mismo momento del tiempo.

De forma complementaria, en la sección 10, literal b, se califica como ilegal que una persona incurra en un esquema manipulativo, engañoso o defraudatorio. La subsección 5 de este literal (10b-5) prohíbe además que una persona divulgue información engañosa u omita hechos relevantes sobre un determinado valor. Por último, la regla 15c de la misma ley califica como ilegal que los intermediarios de valores adelanten una acción manipulativa en la negociación de valores sobre el mercado mostrador²¹.

Los casos de manipulación disciplinados en Estados Unidos se refieren en su mayoría a valores negociados en el mercado mostrador. Cabe aclarar que en ese país existe un mercado mostrador para acciones, mientras que en Colombia en dicho mercado solo se negocian instrumentos de renta fija y derivados con subyacente diferentes a acciones²².

b') *Unión Europea*. En la Unión Europea la regulación sobre manipulación se encuentra en las directivas 2003/6/CE y 2003/124/CE. En ellas se define la manipulación de mercado como:

²⁰ Una muestra más amplia de reglamentaciones relacionadas con la manipulación se encuentra en IOSCO. *Investigating and prosecuting market manipulation*. 2000.

²¹ Larry Bumgardner, *A Brief History of the 1930s Securities Laws in the United States – And the Potential Lesson for Today* [en línea]. Disponible en <http://www.jgbm.org/page/5%20Larry%20Bumgardner.pdf> [consulta: 4 de mayo de 2016] Graziadio School of Business and Management, Pepperdine University.

²² Hui Huang, “Redefining market manipulation in Australia: The role of an implied intent element”.

- La realización de operaciones que distorsionen la percepción del precio, oferta o demanda de un instrumento financiero o que fijen un nivel artificial de estos.
- La realización de transacciones que empleen dispositivos engañosos.
- La difusión de información que pueda proporcionar indicios falsos sobre un instrumento financiero.

La normativa no exige el dolo como una parte esencial de la conducta. Sin embargo, al tener que demostrar la artificialidad de los precios, puede ser necesario demostrar también la intención indebida de manipular el mercado.

La regulación europea establece además algunas medidas que deben cumplir los intermediarios para prevenir la ocurrencia de los abusos de mercado. Un ejemplo de esto es la obligación de notificar operaciones sospechosas a los organismos de control (Directiva 2004/72/CE)²³.

d) *Tipologías de manipulación*. Existen prácticas de manipulación basada en información (*information-based manipulation*) y otras basadas en actuaciones (*action-based manipulation*)²⁴.

Las primeras son conductas en las que el manipulador divulga información engañosa sobre la demanda, la oferta, la tendencia de los precios o la situación financiera del emisor. Dentro de este tipo de manipulación está la práctica de ocultar información relevante del emisor o alterar sus cifras contables con el ánimo de reflejar un desempeño favorable de él.

La segunda clasificación está relacionada con operaciones que tengan como efecto u objeto la afectación artificial del precio de un valor. Un ejemplo de esta situación es la realización de operaciones concertadas entre un mismo inversionista o grupo económico actuando en colusión. Esta maniobra, conocida como “rotaciones”, *wash sales* o *improper match orders*, genera la impresión falsa de una mayor liquidez y un aumento consecuente en el precio de la acción, cuando en realidad no ha existido una transferencia de beneficiario o un cambio en el apetito por la acción en cuestión.

También existen conductas relacionadas con la manipulación de la liquidez de una acción. Este tipo de manipulación generalmente se

²³ María Nieves García Santos, “Ética, equidad y normas de conducta en los mercados de valores: la regulación del abuso de mercado”, en *Revista de Economía ICE* n.º 823, 2005.

²⁴ Franklin Allen y Douglas Gale, “Stock-Price Manipulation”.

acompaña de una maniobra manipulativa entre inversionistas actuando en colusión y cuyo móvil es mejorar las condiciones de fondeo mediante operaciones repo.

B) *Información privilegiada*

El uso indebido de información privilegiada implica que un agente del mercado actúa con base en información material que no ha sido dada a conocer al público. Los efectos de esta conducta se observan en tres aspectos: desequilibrio entre los agentes del mercado, problemas de asimetría de información y la pérdida de confianza de los inversionistas.

Cuando un agente utiliza información privilegiada las ganancias que obtiene o las pérdidas que evita son mayores a las que obtendría en situaciones legítimas de negociación aprovechando una ventaja irregular. Dicha ventaja genera un desequilibrio injustificado entre los inversionistas. Estos esperan actuar bajo igualdad informativa, lo cual implica contar con toda la información relevante²⁵ para sus inversiones. En el momento en el cual aparece un agente que actúa utilizando información privilegiada, acentúa el problema de asimetría de información.

Esta conducta desincentiva la participación de los agentes, y esto menoscaba la profundidad y la capacidad de descubrimiento de precios.

Por otra parte, el uso indebido de información privilegiada afecta la transparencia y la equidad del mercado, lo cual mina la confianza de los inversionistas. Quienes obtienen ganancias ilegítimas lo hacen a expensas de los demás agentes, quienes ya no tendrían incentivos para participar en el mercado²⁶.

Dados los efectos nocivos del uso indebido de información privilegiada en la integridad del mercado²⁷, diferentes jurisdicciones han prohibido de forma explícita esta conducta como una medida para proteger la integridad del mercado.

²⁵ Jorge Torrado Angarita, “El uso indebido de información privilegiada en el mercado de valores colombiano a la luz de la experiencia estadounidense”, en *Revista de Derecho Privado* n.º 39, Universidad de los Andes, mayo de 2008.

²⁶ Ídem.

²⁷ Committee on Payment and Settlement Systems Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO - BIS). *Report on OTC derivatives data reporting and aggregation requirements, 2011* [en línea]. Disponible en <http://www.bis.org/publ/cpss96.pdf> [consulta: 4 de mayo de 2016].

La regulación sobre uso de información privilegiada implica el establecimiento de sanciones no solo de carácter administrativo sino a su vez de carácter penal. Además, el régimen legal debe contener disposiciones claras de revelación de información de los emisores, protección de información que pueda afectar los precios de los valores, programas de revelación de inversiones de personas que tienen acceso a dicha información, todo lo anterior acompañado de un esfuerzo dirigido a la educación financiera.

a) *Elementos relevantes de la información privilegiada.* Se entiende por *información privilegiada* la información de carácter concreto que no ha sido dada a conocer al público y que de haberlo sido la habría tenido en cuenta un inversionista medianamente diligente y prudente al negociar los valores. A continuación, se analizan los elementos de la información privilegiada.

a') *Concreción de la información.* En el caso de Colombia, la información debe ser específica, determinada y particular, y no se exige que sea completa o exacta²⁸. Sin embargo, el Tribunal Disciplinario de AMV ha considerado que “se debe tratar de información que no es general o abstracta sino lo suficientemente específica o precisa como para permitir llegar a conclusiones sobre el efecto que puede producir sobre un valor o una entidad determinada”²⁹.

Se entiende que con la sola razonabilidad de la probabilidad de ocurrencia de un hecho material la información puede considerarse lo suficientemente específica como para ser privilegiada. Para ilustrar el concepto, se entendería que la aprobación por parte de un órgano de administración de un emisor sobre la potencial fusión con otra compañía constituye información concreta, incluso si no hay certeza absoluta de que la fusión efectivamente ocurra.

b') *Que no ha sido dada a conocer al público.* La información se entiende pública cuando se ha dado a conocer al mercado y se encuentra disponible para el público en general, a través de cualquier medio, físico, electrónico o similar³⁰.

²⁸ Jorge Torrado Angarita, “El uso indebido de información privilegiada en el mercado de valores colombiano a la luz de la experiencia estadounidense”.

²⁹ Tribunal Disciplinario del Autorregulador del Mercado de Valores. Sala de Decisión. Resolución n.º 9 del 17 de octubre de 2009.

³⁰ Tribunal Disciplinario Autorregulador del Mercado de Valores. Sala de Decisión. Resolución n.º 4 del 25 de mayo de 2007.

En la decisión de inversión incide la información relevante del emisor, quienes tienen deberes de revelación con el mercado a través del Sistema de Integral de Información del Mercado de Valores³¹. Teniendo en cuenta que las operaciones relacionadas con el emisor, tales como la fusión, adquisición, etc., son los casos más comunes de información privilegiada, cabe destacar que existe una norma específica que exceptúa la revelación al público de negociaciones en curso, pero se determina que aquella sí se debe dar a conocer de forma inmediata a la Superintendencia Financiera de Colombia, autoridad que decidirá si la información debe ser o no publicada³².

c') *Materialidad*. La materialidad de la información puede observarse en dos aspectos: la importancia de la información y su alcance. El primer aspecto hace referencia a qué tan valiosa es la información para la toma de decisión de inversión de los agentes del mercado, y el segundo implica reconocer cuál es el impacto en el mercado. Ambos aspectos se deben analizar en el marco de actuación de un inversionista medianamente prudente y diligente si hubiera tenido acceso a la información.

b) *Marco regulatorio colombiano aplicable a la información privilegiada*. El artículo 75 de la Ley 45 de 1990 establece que ninguna persona, directamente o a través de interpuesta persona, puede realizar una o varias operaciones en el mercado de valores utilizando información privilegiada; así mismo, las personas que hayan recibido información privilegiada en ejercicio de sus funciones o los intermediarios de valores no podrán suministrar dicha información a un tercero que no tiene derecho a recibirla, ni aconsejar la adquisición o venta de un valor con base en dicha información. En el mismo artículo, se define información privilegiada como aquella información de carácter concreto que no ha sido dada a conocer al público y que de haberlo sido la habría tenido en cuenta un inversionista medianamente diligente y prudente.

En este sentido, hay tres conductas tipificadas en relación con la información privilegiada: el uso, el suministro y el consejo. Además, se reconoce como elementos del concepto de información privilegiada el carácter concreto, la confidencialidad y el criterio de un inversionista medianamente diligente y prudente.

³¹ Véase el capítulo III del tomo II en lo relacionado con la obligación de revelación de información al mercado a cargo de los emisores.

³² Artículo 5.2.4.1.7 del Decreto 2555 de 2010.

La Superintendencia de Valores³³ (hoy Superintendencia Financiera de Colombia) expidió la Resolución 1200 de 1995, en la cual se considera información privilegiada aquella que está sujeta a reserva, así como la que no se ha dado a conocer al público existiendo el deber para ello. Así mismo, dispone que se entenderá privilegiada la información de carácter concreto que no ha sido dada a conocer al público y que de haberlo sido la habría tenido en cuenta un inversionista medianamente diligente y prudente al negociar los respectivos valores (artículo 1.1.1.1)³⁴.

Con la citada norma se amplía la definición de *información privilegiada*, y en tal sentido ésta ya no es únicamente aquella de carácter material, al incluir la información sujeta a reserva y aquella que debe darse a conocer al público.

Finalmente, esta conducta se encuentra tipificada en el artículo 258 del Código Penal y fue modificada por el llamado “Estatuto Anticorrupción”. El primer inciso del artículo 18 de la Ley 1474 de 2011 se refiere al uso indebido de información privilegiada de manera general, en lo relacionado con el mercado de valores, y establece que incurrirá en el delito quien utilice información conocida por razón de su profesión u oficio, con el fin de 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.

Antes de la modificación la sanción consistía en multa, y tras su entrada en vigencia, los sujetos activos incurrirán en pena de prisión de uno a tres años y a una multa de cinco a cincuenta smmv.

En la tipificación penal no hay una definición adicional de información privilegiada, por lo cual, ante un eventual caso será necesario remitirse a las normas antes mencionadas.

Sin embargo, existe una separación entre la norma penal y la regulación del mercado de valores, ya que dada la redacción del tipo penal aquellos sujetos que conozcan la información de una fuente diferente a su profesión u oficio y la utilizan no incurrirán en el delito. Mientras que en la Ley 45 de 1990 esta diferenciación no se realiza.

c) *Tipologías*. A continuación se presentan las diferentes conductas que se pueden realizar en relación con el uso de información privilegiada.

³³ Hoy Superintendencia Financiera de Colombia.

³⁴ Disposición que actualmente se encuentra en el artículo 7.6.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010.

a') *Uso*. El uso de información privilegiada implica que un agente que tiene conocimiento de la información realice con base en esta, de manera directa o indirecta, operaciones de compra o venta en el mercado de valores.

No están cubiertos bajo esta conducta los agentes que usan la información privilegiada para adoptar decisiones de inversión, por ejemplo, mantener la inversión de determinado valor porque tienen conocimiento de un hecho que generará un alza en el precio.

Para ilustrar la conducta se describirá un caso sancionado por AMV relacionado con esta. Los hechos muestran que el día 4 de agosto de 2006 a las 12:58 p. m. se publicó a través del módulo de información relevante de la SFC una noticia relacionada con la intención de integración entre dos sociedades comisionistas de bolsa. Entre los días 28 de julio y 4 de agosto de ese año, la acción de una de las sociedades tuvo un comportamiento inusual, pues se observaron altos montos de compra de esta. Luego de realizada la publicación de la información, el precio de la acción tuvo un alza significativa y se observaron posteriores ventas.

La investigación de AMV encontró que la información sobre la integración empresarial fue utilizada por funcionarios vinculados a las sociedades que se iban a integrar, quienes adquirieron los valores para ellos mismos y para terceros³⁵.

b') *Suministro*. El suministro implica la revelación de la información a un tercero que no tiene derecho a conocerla, sin que sea necesario que dicho tercero efectivamente realice una operación en el mercado.

Con el objetivo de ilustrar esta conducta se retomará el caso anterior. El día 4 de agosto de 2006, antes de las 12:58 p. m., se realizaron diversas operaciones de compra sobre la acción. Como se indicó, existían dos funcionarios que en desarrollo de sus funciones tuvieron conocimiento de la información sobre la integración de las sociedades; en caso de que uno de ellos suministre la información a un tercero que no tiene derecho a conocerla no solo usa la información de forma indebida sino que incurre en suministro de información privilegiada, sin importar si el tercero realiza o no operaciones en el mercado.

c') *Consejo*. Implica que un agente que conoce la información privilegiada aconseja a un tercero con base en esta, para realizar una

³⁵ Tribunal Disciplinario del Autorregulador del Mercado de Valores. Sala de Decisión. Resolución 6 del 11 de julio de 2007.

operación. Al igual que en el caso del suministro, para la constitución de la conducta no se requiere que quien recibe la información realice efectivamente la operación.

Retomando el caso analizado, se entiende que hay consejo cuando antes de la publicación de la información, es decir el 4 de agosto de 2006 a las 12:58 p. m., alguno de los funcionarios que tuvieron acceso a la información sobre la integración aconseja a alguno de sus clientes invertir en la acción cuyo precio se espera que aumente. Con independencia de si el inversionista imparte o no la orden, la conducta se configura por el solo consejo que se ha emitido.

d) *Regulación internacional aplicable a la información privilegiada*

a') *IOSCO*. La IOSCO considera que la definición de información privilegiada se debe realizar a partir de criterios de confidencialidad y materialidad de la información. El primer criterio busca aclarar los casos en que existe información privilegiada con estándares de revelación de información.

En cuanto a la materialidad, esta se determina en términos de la relación entre la información y sus efectos sobre los valores listados de un emisor. De lo anterior, se observa que en este caso no existen tres criterios como en el caso colombiano, sino únicamente confidencialidad y materialidad. Las conductas consisten en la negociación con base en información privilegiada, compartir información y realizar recomendaciones de negociación con base en esta³⁶.

b') *Estados Unidos*. Se considera uso indebido de información privilegiada comprar o vender un valor, en violación de un deber fiduciario o alguna otra relación de confianza, cuando se posee información material sobre el valor objeto de negociación que aún no es pública. En cuanto al criterio de materialidad, este se determina si esta información la habría tenido en cuenta un inversionista a fin de obtener un resultado exitoso o evitar incurrir en mayores pérdidas. Ahora, la calificación de información pública únicamente depende de si la misma ha sido revelada al público a través de los canales oficiales establecidos para el efecto.

El desarrollo de esta definición y de los conceptos que la componen se ha realizado mediante las normas establecidas por la SEC y la interpretación que le han dado las cortes al Securities and Exchange Act.

³⁶ IOSCO. *Insider Trading, How Jurisdictions Regulated It. Report of the Emerging Markets Committee*, 2003 [en línea]. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD145.pdf> [consulta: 25 de mayo de 2016].

Las normas que dan origen al concepto de *uso indebido de información privilegiada* son la sección 10(b) y 16(b). Aun cuando estas no hacen referencia directa a la conducta de uso indebido de información privilegiada, establecen que se encuentra prohibido realizar fraude o apropiación indebida de información, en conexión con la compra y venta de cualquier valor³⁷.

Existen dos teorías en las cuales se entiende que se está haciendo uso indebido de información privilegiada:

- La teoría tradicional: esta teoría se basa en la regla de abstención o revelación, la cual fue de desarrollo jurisprudencial. En el caso *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*³⁸ (1969) se estableció que cualquier persona que tiene información material no pública debe revelarla antes de realizar la negociación de los valores o debe abstenerse de negociar con base en dicha información. Esta regla fue modificada por la Corte Suprema de Justicia en el caso *Chiarella v. United States*³⁹ (1980), en el cual la aplicación de la regla de abstención o revelación se restringió a la existencia de un deber de revelación, esto es que solo aquellas personas que están sujetas a un deber de revelación, como lo son los accionistas, miembros de junta, directivos o funcionarios, son quienes deben abstenerse o revelar la información.

Así las cosas, incurre en uso indebido de información privilegiada quien negocie valores con base en información privilegiada y no la haya revelado, teniendo un deber fiduciario que lo obligue a ello. En atención al fallo, la SEC expidió la Regla 14e-3, mediante la cual prohíbe a cualquier persona negociar valores con base en información material no pública relacionada con una oferta de adquisición o fusión, si conoce que esta información proviene de un *insider*.

Posteriormente, la jurisprudencia extendió la responsabilidad a los *tippees*⁴⁰, entendidos como cualquier persona que conozca información material no pública de un *insider*, cuando tienen conocimiento de que este último violó un deber fiduciario al revelar la información.

- La teoría de la apropiación indebida (*misappropriation*): la cual establece que cualquier persona comete fraude cuando usa información material no pública en violación de un deber con el empleador o con

³⁷ Ídem.

³⁸ US Supreme Court. *SEC. v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968).

³⁹ US Supreme Court. *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980).

⁴⁰ US Supreme Court. *Dirks v. SEC*, 463 US. 646 (1983).

cualquier persona diferente al emisor, y utiliza esta información para realizar operaciones en el mercado o la comunica a otros⁴¹.

c') *Unión Europea*. En 1989 el Consejo de Ministros de la Unión Europea expidió la Directiva sobre Información Privilegiada (89/592/EEC) con el objetivo de coordinar la regulación relacionada con el uso indebido de información privilegiada. Esta directiva fue modificada luego por la Directiva de Abusos de Mercado.

Conforme a la directiva, la información privilegiada se define como la información relacionada con instrumentos financieros que no ha sido pública, y que si lo fuese tendría un efecto significativo en el precio de transacción de dichos instrumentos. Además, establece como sujeto activo de la conducta a cualquier persona que posea información privilegiada:

- En virtud de su vinculación con los órganos de administración, dirección o supervisión del emisor.
- En virtud de su participación patrimonial en el emisor.
- Porque tiene acceso a esa información en virtud del ejercicio de sus funciones, profesión o deberes.

Los sujetos activos de esta conducta tienen prohibido obtener ventaja en la negociación de los instrumentos financieros, para sí o para terceros, directa o indirectamente. En caso de que quien obtenga dicha ventaja sea una persona jurídica, se debe extender la responsabilidad a los funcionarios que tomaron la decisión de negociar con información privilegiada.

Los sujetos activos también tienen prohibido revelar esta información a cualquier tercero salvo que se realice en ejercicio de sus funciones o deberes, y realizar recomendaciones de inversión a un tercero.

Nuevamente, se observa que son dos los elementos que configuran la definición de información privilegiada: la confidencialidad y la materialidad; esto pone de presente que la regulación colombiana actual no es acorde con la práctica internacional porque incluye elementos relacionados con la materialidad y la concreción de la información, y que no ha sido dada a conocer al público.

⁴¹ IOSCO. *Insider Trading, How Jurisdictions Regulated It. Report of the Emerging Markets Committee*, 2003.

C) Defraudación

La defraudación en el mercado de valores implica que un agente celebra o participa en la celebración de operaciones con características y patrones inusuales que afectan los intereses patrimoniales de un tercero, para provecho de sí mismo o de otro tercero. Esta conducta atenta contra el patrimonio económico de los participantes del mercado y afecta la confianza de inversionistas y la integridad de este.

Cuando ocurren defraudaciones en el mercado de valores hay un factor que hace particularmente gravosa la conducta. Generalmente, quienes se ven perjudicados, son usualmente una multiplicidad de personas unidas entre sí por el vínculo común del ahorro e inversión de sus recursos⁴². De ahí la necesidad de sancionar la ocurrencia de este tipo de abuso de mercado.

a) *Elementos relevantes de la defraudación*. Las defraudaciones en el mercado de valores tienen tres elementos comunes que resultan necesarios para predicar su existencia:

- Obtención de un provecho indebido para sí o para un tercero.
- Detrimento patrimonial correlativo.
- En desarrollo de operaciones o actividades de intermediación de valores.

La obtención de un provecho indebido implica que debe probarse el acto de disposición patrimonial respecto del objeto de la defraudación. Se debe probar la intención del sujeto de disponer del patrimonio afectado y por lo tanto se trata de una conducta dolosa.

El detrimento patrimonial correlativo de la víctima es una consecuencia de la disposición patrimonial que realiza el actor. Las defraudaciones del mercado de valores generalmente se reiteran o prologan en el tiempo, usualmente respecto de diversas personas unidas por su interés de invertir sus recursos. Hay entonces una equivalencia entre el perjuicio que causa el actor de la conducta y el provecho obtenido.

Por último, se trata de conductas que se materializan mediante la celebración de operaciones en el mercado de valores o mediante la promesa de llevar a cabo actividades de intermediación. En ambos casos

⁴² Esto puede dar lugar al delito señalado en el artículo 31 del Código Penal colombiano. Hernando Hernández Quintero, “Delitos financieros y política criminal en Colombia”, en *Justicia Juris*, vol. 7, n.º 1, p. 32.

se trata de mecanismos para dar apariencia de legalidad a actos cuyo propósito es afectar el patrimonio de clientes actuales o potenciales o de los propios intermediarios del mercado de valores.

b) *Marco regulatorio colombiano aplicable a la defraudación.* El Reglamento de AMV, artículo 49.1, establece respecto de la defraudación que *los sujetos de autorregulación deberán abstenerse de obtener un provecho indebido para sí o para un tercero, afectando a un tercero o al mercado, en desarrollo de operaciones o actividades de intermediación.*

En términos del derecho penal no existe una norma exactamente equivalente a lo que se entiende como *defraudación* en el mercado de valores. Sin embargo, en términos generales, hay diferentes tipos de delitos contra el patrimonio económico que se pueden tipificar en el caso de defraudaciones en el mercado de valores.

Los delitos de estafa y abuso de confianza tienen la mayor cantidad de elementos comunes con la conducta de defraudación del mercado de valores.

El delito de estafa se encuentra tipificado en el artículo 246 del Código Penal colombiano, de la siguiente manera: “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 de dos (2) a ocho (8) años y multa de cincuenta (50) a mil (1000) salarios mínimos legales mensuales vigentes”.

Una diferencia relevante entre el texto del Código Penal y el del Reglamento de AMV es que mientras en el Código Penal se hace referencia a la necesidad de inducir a error mediante artificios o engaños, la norma de AMV se refiere al desarrollo de operaciones o actividades de intermediación.

La complejidad de los productos y de la dinámica de negociación del mercado de valores precisamente sirve como elemento para crear una apariencia de legalidad de las operaciones y así inducir a error a quienes se ven perjudicados por la conducta. Para que se configure una defraudación en el mercado de valores se debe probar, entonces, que la ejecución de las operaciones de intermediación tuvo unos efectos que no son sustentables en las reglas de la experiencia y la lógica de los profesionales del mercado. Entre estas se puede mencionar la compra a precios (tasas) superiores (inferiores) a los referentes de mercado disponibles para el momento de la ejecución, como son los precios de valoración, operaciones precedentes, posturas disponibles en sistemas

transaccionales o cotizaciones en el mercado OTC sobre los mismos valores u otros similares en términos de duración, riesgo de mercado y riesgo emisor.

El delito de abuso de confianza contenido en el artículo 249 del Código Penal establece: “[E]l que se apropie en provecho suyo o de un tercero, de cosa mueble ajena, que se le haya confiado o entregado por un título no traslativo de dominio, incurrirá en prisión de uno (1) a cuatro (4) años y multa de diez (10) a doscientos (200) salarios mínimos legales mensuales vigentes”.

En este caso se refiere a la obtención de un provecho indebido mediante la apropiación de bienes que se le han entregado o confiado a un tercero. Este es el caso cuando el intermediario de valores administra portafolios o cumple mandatos de uno o varios inversionistas en ejercicio de alguna de las operaciones de intermediación de valores autorizadas y destina dichos recursos para fines diferentes a los autorizados por el cliente o la ley, pretendiendo beneficiarse a sí mismo o a un tercero.

Dentro de la regulación colombiana los casos de defraudación mediante esquemas piramidales no se tipifican como defraudación en valores. No obstante, estos casos han sido objeto de regulación bajo el genérico de los delitos contra el orden económico social, en particular los delitos contra el sistema financiero por tratarse de una captación masiva y habitual de los dineros del público.

Colombia ha sido objeto de fraudes piramidales, entre los cuales se destacan los de DRFE y DMG, en 2008, que causaron pérdidas hasta por 2,5 billones de pesos⁴³. A raíz de estos escándalos, la Ley 1357 de 2009 modificó las penas relacionadas con la captación masiva y habitual de dineros, incrementándolas de tal forma que no se pudiera otorgar el beneficio de “casa por cárcel” a quien incurriera en la conducta. Además, estableció que el uso de medios de comunicación social o de divulgación colectiva eran agravantes de la conducta.

Más recientemente han ocurrido nuevas formas de defraudación que han superado los 1,5 billones mediante esquemas de libranzas, los más conocidos son Elite y Estraval. Bajo esta modalidad, entidades no reguladas por la Superintendencia Financiera de Colombia vendían pagarés-libranza al descuento a grupos de inversionistas, sin necesidad de atender la normativa del mercado de valores. Esto llevó a que miles de inversionistas adquirieran estas libranzas sin ningún tipo de

⁴³ Diario *El Tiempo*, jueves 27 de noviembre de 2008, pp. 1-4.

protección y fueran víctimas de información falsa y engañosa respecto de sus altos rendimientos y bajo riesgo⁴⁴.

La jurisprudencia ha establecido que es factible que el delito de captación masiva y habitual se presente de forma concurrente con otros ilícitos, en particular con la estafa, que, como ya vimos, tiene elementos compartidos con las defraudaciones en el mercado de valores⁴⁵.

c) *Regulación internacional aplicable a la defraudación*. La experiencia internacional se refiere a la defraudación en el mercado de valores como el género dentro del cual se enmarcan los diferentes tipos de abusos de mercado que se pueden presentar, incluidos el uso de información privilegiada y la manipulación de mercado, así como otras conductas relacionadas con la captación ilegal de recursos mediante esquemas piramidales (incluyendo los esquemas Ponzi⁴⁶).

La *defraudación* es, entonces, un término que cubre una amplia variedad de actividades criminales mediante el uso de engaños y manipulaciones. Conforme a los comunicados del Federal Bureau of Investigations (FBI), a continuación se listan los principales tipos de conductas consideradas fraude en el mercado de valores, diferentes de la manipulación y el uso de información privilegiada⁴⁷.

a') *Inversiones de alto rendimiento* (high yield investment fraud)

- Caracterizadas por promesas de alto rendimiento con muy poco o ningún riesgo.
- Involucran varias formas de inversión haciéndolo parecer como un producto altamente sofisticado (inversiones en valores, monedas y derivados).
- Se contacta a las víctimas por diferentes medios, incluyendo entrevistas personales.

⁴⁴ <https://www.semana.com/nacion/articulo/el-billonario-desfalco-financiero-de-estraval-y-elite-que-llega-a-15-billones-de-pesos/494043>.

⁴⁵ Consejo Superior de la Judicatura, sentencia del 15 de noviembre de 2005, proceso n.º 20487, MP Edgar Lombana Trujillo.

⁴⁶ Tipo de fraude cuyo nombre proviene de Charles Ponzi. A principios del siglo XIX Ponzi ofreció a inversionistas un retorno del 50% sobre su inversión en cupones postales. El esquema se vino abajo cuando no pudo conseguir una base de inversionistas suficientes para pagar los retornos prometidos. Los esquemas piramidales siguen la misma estructura pero son los inversionistas de los primeros escalones los encargados de reclutar nuevos inversionistas en los escalones de abajo.

⁴⁷ FBI, Securities Fraud Awareness & Prevention Tips, disponible en <http://www.fbi.gov/>.

- Las ofertas del producto usualmente se generan sin que la víctima busque al defraudador.

El esquema de Elite y Estraval puede ser ejemplo de esta forma de defraudación.

b') Defraudaciones piramidales y esquemas Ponzi

- Se utilizan los recursos captados de nuevas víctimas para el pago de los altos rendimientos prometidos a inversionistas anteriores.
- Los defraudadores dan la apariencia de que se trata de empresas con un negocio legítimo detrás.
- La única fuente de recursos es la de las víctimas.
- En los esquemas piramidales, son los mismos inversionistas quienes reclutan a las nuevas víctimas, sin saber que se trata de un esquema piramidal.

El esquema de DMG es un ejemplo de esta forma de defraudación.

c') Entrega de avances (advanced fee schemes)

- Se solicita a los inversionistas pagar sumas por adelantando para la apertura de cuentas y trámites internos.
- Inversionistas envían estas sumas con la expectativa de obtener ganancias mayores.
- Las ganancias nunca se obtienen porque no se invierten los recursos.
- Tras recibir los dineros para la apertura de cuentas se apropian de ellos y nunca se realizan las inversiones.

Este es el caso, por ejemplo, de tramitadores que dicen facilitar la adquisición de créditos sin siquiera representar entidades financieras y cobran por adelantado por la gestión o el estudio del supuesto crédito.

BIBLIOGRAFÍA

- AGGARWAL, R. y WU, G. (2006), "Stock Market Manipulation", en *Journal of Business*, 79, 1915-1953. <https://doi.org/10.1086/503652>.
- ALLEN, FRANKLIN y DOUGLAS GALE, "Stock-Price Manipulation", en *Review of Financial Studies*, n.º 5, 1992.
- Autorregulador del Mercado de Valores, Guía para la graduación de las sanciones del AMV. Disponible en <http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2015/01/EvelLeonerAriza.pdf> [consulta: 3 de mayo de 2016].

- BAINBRIDGE, STEPHEN, eds., *Encyclopedia of Law and Economics* [en línea]. Disponible en <http://encyclo.findlaw.com/tablebib.html> [consulta: 4 de mayo de 2016], 2000.
- BUMGARDNER, LARRY, *A Brief History of the 1930s Securities Laws in the United States - And the Potential Lesson for Today* [en línea]. Disponible en <http://www.jgbm.org/page/5%20Larry%20Bumgardner.pdf> [consulta: 4 de mayo de 2016] Graziadio School of Business and Management, Pepperdine University.
- COFFEE, JOHN, “The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence the Governance of Accounting”, *Columbia Law and Economics*. Working paper n.º 191, 2001.
- Committee on Payment and Settlement Systems Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO-BIS). *Report on OTC derivatives data reporting and aggregation requirements, 2011* [en línea]. Disponible en <http://www.bis.org/publ/cpps96.pdf> [consulta: 4 de mayo de 2016].
- CUMMING, DOUGLAS y SOFIA JOHAN, “Global Market Surveillance”, en *American Law and Economic Review*, n.º 8. 2010.
- FRIEDER, L. y ZITTRAIN J., “Spam Works: Evidence from Stock Touts and Corresponding Market Activity”, *Harvard Public Law*. Working paper n.º 135, 2007.
- HUANG, HUI, “Redefining market manipulation in Australia: The role of an implied intent element” [en línea]. Disponible en <http://www.clta.edu.au/professional/papers/conference2009/HuangCLTA09.pdf> [consulta: 4 de mayo de 2016].
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *Objectives and Principles of Securities Regulation*, 2010 [en línea]. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf> [consulta: 23 de mayo de 2016].
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *Insider Trading, How Jurisdictions Regulated It. Report of the Emerging Markets Committee*, 2003 [en línea]. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD145.pdf> [consulta: 25 de mayo de 2016].
- MORGAN LEWIS, 2011, *Year in Review: SEC and FINRA Selected Enforcement Cases and Developments Regarding Broker-Dealers* [en línea]. Disponible en http://www.morganlewis.com/pubs/LIT_2011YearInReview.pdf [consulta: 20 de mayo de 2016].
- TORRADO ANGARITA, JORGE, “El uso indebido de información privilegiada en el mercado de valores colombiano a la luz de la experiencia estadounidense”, en *Revista de Derecho Privado* n.º 39, Universidad de los Andes, mayo de 2008.

United States District Court Southern District of Nueva York, *Securities and Exchange Commission v. David Blech y Margaret Chassman* [en línea]. Disponible en <http://www.sec.gov/litigation/complaints/2012/comp-pr2012-89.pdf> [consulta: 3 de mayo de 2016].

Jurisprudencia

Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980). Supreme Court, United States of America.

Dirks v. SEC, 463 US. 646 (1983). Supreme Court, United States of America.

SEC. v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968). Supreme Court, United States of America.

CAPÍTULO II

RÉGIMEN DISCIPLINARIO DEL MERCADO DE VALORES*

JUAN CARLOS VARÓN PALOMINO**

GERMÁN DARÍO ABELLA ABONDANO***

INTRODUCCIÓN

Este capítulo se dedica al estudio del régimen disciplinario del mercado de valores en Colombia, el cual se edifica sobre dos pilares, como son, por un lado, el régimen administrativo sancionatorio del Estado, actualmente en cabeza de la Superintendencia Financiera de Colombia, y, por otro lado, el régimen sancionatorio del Autorregulador del Mercado de Valores, como complemento del primero.

* Para citar este libro: <http://dx.doi.org/10.15425/2017.272>

** Juan Carlos Varón Palomino es abogado y especialista en Derecho Comercial de la Universidad de los Andes. Es máster en leyes (LL. MM.) de Harvard Law School. Se ha desempeñado como jefe de las divisiones de bancos y sociedades fiduciarias y como director general (e) de bancos y corporaciones en la Superintendencia Bancaria (Hoy Superintendencia Financiera de Colombia). Ha sido decano (e) y director de la Especialización en Legislación Financiera de la Facultad de Derecho de la Universidad de los Andes. Actualmente es profesor titular y director de la Maestría en Derecho Privado de la Facultad de Derecho de la Universidad de los Andes. Socio de la firma Silva, Varón & Asociados.

*** 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 de derecho de las universidades de Los Andes, Externado de Colombia, Pontificia Universidad Javeriana y Colegio Mayor del Rosario.

Para el efecto, se consideran los antecedentes y las finalidades de cada uno de los precitados pilares, y se exponen los principios que los informan, las infracciones reconocidas por el ordenamiento vigente, las sanciones que pueden imponerse y los criterios para su graduación, y el procedimiento aplicable, teniendo en cuenta la jurisprudencia y la doctrina producidas al respecto.

1. RÉGIMEN ADMINISTRATIVO SANCIONATORIO DEL ESTADO

A) *Antecedentes*

En el ámbito internacional, la importancia del cumplimiento normativo por parte de los agentes de los mercados de valores es destacada por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por la sigla en inglés [International Organization of Securities Commissions]), como elemento primordial de protección a los inversionistas, que previene conductas inadecuadas y facilita el desarrollo de mercados justos y ordenados¹.

En el ámbito nacional, antes de abordar el estudio del actual régimen administrativo sancionatorio del Estado en el mercado de valores, es importante repasar brevemente la evolución de las instituciones relevantes, su orientación e instrumentos, teniendo en cuenta que en el caso colombiano el régimen sancionatorio establecido para el sector financiero, administrado por la Superintendencia Bancaria (hoy Superintendencia Financiera de Colombia), sirvió de referente para el desarrollo del régimen sancionatorio del mercado de valores.

a) *Aspectos generales de la potestad sancionatoria del Estado en los mercados financiero y de valores.* La potestad sancionatoria del Estado en los mercados financiero y de valores constituye una expresión de la intervención estatal en estos sectores de la economía, orientada a asegurar el orden público económico, procurar su funcionamiento con arreglo a la normatividad aplicable y salvaguardar la confianza colectiva en ellos y su estabilidad.

Dentro de la arquitectura constitucional colombiana, el poder sancionatorio del Estado es inherente a la inspección, la vigilancia y el control asignados al poder ejecutivo en estas materias.

¹ Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Compliance Function at Market Intermediaries - Final Report. March 2006*. Disponible en <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20100630220429.pdf>.

En la Constitución Política de 1991 se estableció que la dirección general de la economía está a cargo del Estado (artículo 334); 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” y solo pueden ser ejercidas previa autorización del Estado, conforme a la ley (artículo 335), y se le asignó al presidente de la República, como jefe de Estado, jefe del Gobierno y suprema autoridad administrativa, la función de “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” (artículo 189, numeral 24).

Históricamente, la función punitiva estatal sobre el sector financiero se ubica como parte de la noción de *policía administrativa*, que el profesor Enrique Low Murtra caracterizó así:

A mi modo de ver, hablar de policía administrativa en el sector financiero de la economía es hablar de la función de regulación, vigilancia y control que ejerce el Estado sobre la banca comercial, las compañías financieras, las empresas aseguradoras, las empresas fiduciarias y en general de todas las empresas capacidad de crear dinero o cuasidineros.

[...]

El carácter de esta tarea es de orden público por excelencia. En ella se involucran tanto los derechos individuales que el Estado tutela como el orden colectivo que es su principal mira.

Por ello, cuando de policía administrativa se trata, cabe destacar tres dimensiones en esa potestad y función: una potestad tuitiva de los derechos individuales: se protege a los cuentacorrentistas de un banco, al ahorrista de una corporación financiera, al suscriptor de un certificado de depósito o al que realiza sus consignaciones en una corporación de ahorro y vivienda, para evitar el fraude de sus derechos. Una segunda dimensión de esa función busca mantener la confianza colectiva en el sistema monetario del país: sin confianza no hay dinero y sin dinero no funciona el sistema económico del país, o, en otros términos, la pérdida de confianza es la pérdida de estabilidad del sistema. Finalmente, como marco de esa función policiva deben observarse, como esencial contenido teleológico, los grandes propósitos de la política económica: la equidad en la distribución del ingreso, la estabilidad de precios, la reducción del desempleo, el equilibrio de la balanza de pagos,

el uso eficiente de los escasos recursos y el crecimiento económico. Todo ese ámbito hace del derecho administrativo financiero parte esencial del orden público económico².

Por esa misma línea, la función punitiva estatal sobre el mercado de valores se entiende como instrumento: “[...] para asegurar que los distintos sujetos que traban relaciones de carácter jurídico en el mercado de valores, o actúan sobre él, se ajusten integralmente a sus disposiciones rectoras y se prevengan situaciones de anomalía que puedan afectar los intereses de la propia colectividad”³.

En el ámbito jurisprudencial, el Consejo de Estado ha reconocido que “La acción de policía económica se refleja por regla general en dos tipos de medidas: medidas de carácter preventivo y medidas de carácter represivo. Las primeras buscan evitar que se cause daño o prevenir que un daño continúe causándose. Las segundas buscan sancionar una acción que ha causado daño”⁴.

En ese orden de ideas, el poder punitivo del Estado en los mercados financiero y de valores se ha instaurado para proteger el orden público económico, incentivando el cumplimiento de las normas imperativas aplicables por parte de sus destinatarios, minimizando el riesgo sistémico; previniendo y disuadiendo abusos y fraudes en contra de los ahorradores e inversionistas —que además de lesionar a estos individualmente pueden afectar la confianza colectiva en dichos mercados y su estabilidad e integridad⁵—, y permitiendo que los incumplimientos normativos, abusos y fraudes sean sancionados de manera ejemplar y eficaz cuando se presentan.

Bajo el Estado social de derecho, la potestad sancionatoria estatal se rige por el principio de legalidad, conforme al cual su ejercicio debe hacerse por la autoridad administrativa competente, con sujeción a los lineamientos previamente fijados por el legislador, tanto en lo relacionado con las conductas constitutivas de infracciones sancionables

² Enrique Low Murtra, “Policía administrativa y actividad financiera”, en *Revista de Derecho Económico*, Bogotá, Año III, n.ºs 5-6, Temis y Asociación de Derecho Económico, 1985, pp. 1 y 4.

³ Néstor Humberto Martínez Neira, *Intervención del Estado en el mercado público de valores*, Bogotá, Temis, 1986, p. 158.

⁴ Consejo de Estado, Sala de lo Contencioso Administrativo, Sección Cuarta, sentencia del 7 de octubre de 1983, exp. 8321.

⁵ Nota del editor: Cfr. el anexo 2 del tomo I de esta obra, donde se incluyó un resumen de las crisis en los mercados de valores, sus causas y su incidencia en la regulación.

(*nullum crimen sine lege*) cuanto en lo tocante a las sanciones que han de imponerse (*nulla poena sine lege*) y al procedimiento aplicable para su juzgamiento, el cual ha de garantizar el debido proceso y el derecho de defensa de los administrados⁶.

Así mismo, el ejercicio de dicha potestad, que se traduce en los actos administrativos sancionatorios de carácter particular que en cada caso concreto profiere la autoridad competente, los cuales deben estar debidamente motivados jurídicamente y sustentados en las pruebas acopiadas dentro de la respectiva actuación administrativa sancionatoria, está sometido al principio de control jurisdiccional, conforme al cual tales actos son demandables mediante la acción de nulidad y restablecimiento del derecho ante la jurisdicción contencioso-administrativa, durante el término establecido para el efecto.

b) *Antecedentes legales de la potestad sancionatoria estatal en el mercado financiero*. Mediante la Ley 45 de 1923 se creó la Superintendencia Bancaria, como autoridad dependiente del Gobierno Nacional, encargada de la ejecución de las leyes relacionadas con los bancos comerciales, hipotecarios, el Banco de la República y todos los demás establecimientos que hagan negocios bancarios en Colombia⁷, cuya competencia se extendió luego a todo el mercado financiero, así como a los mercados de seguros, capitalización y pensiones.

Dentro de las funciones inicialmente asignadas a la Superintendencia Bancaria resaltamos las de carácter sancionatorio, consistentes en revocar la autorización dada a un establecimiento bancario extranjero para hacer negocios en Colombia, cuando persistiera en violar cualquiera de las disposiciones de la ley bancaria; imponer multas a los bancos por no mantener el encaje legal exigido; ordenar a los bancos la suspensión de prácticas no autorizadas o inseguras, y tomar posesión de los negocios y haberes de un establecimiento en los casos previstos en la ley, que incluían rehusar el cumplimiento de una orden del superintendente bancario, persistir en violar sus estatutos o alguna ley, y persistir en manejar los negocios de manera no autorizada e insegura, entre otros⁸.

⁶ El artículo 29 de la Constitución Política de 1991 establece, por un lado, que “El debido proceso se aplicará a toda clase de actuaciones judiciales y administrativas”, y, por otro lado, que “Nadie podrá ser juzgado sino conforme a leyes preexistentes al acto que se le imputa, ante juez o tribunal competente y con observancia de la plenitud de las formas propias de cada juicio”.

⁷ Ley 45 de 1923, artículo 1.º

⁸ *Ibíd*em, artículos 31, 32, 47 y 48.

En 1993, el régimen sancionatorio administrativo para los vigilados de la Superintendencia Bancaria se incorporó en la parte séptima del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, artículos 208 al 212, manteniendo la facultad de la autoridad de supervisión para imponer sanciones administrativas de carácter personal e institucional por la comisión de conductas violatorias de normas imperativas⁹.

En 2003, mediante la Ley 795, artículo 45, se sustituyó la parte séptima del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, y se modernizó y complementó el régimen sancionatorio administrativo aplicable a las entidades vigiladas por la Superintendencia Bancaria, así como a los directores, administradores, representantes legales, revisores fiscales u otros funcionarios o empleados de éstas, dotándolo de un conjunto de principios rectores y criterios para graduar las sanciones, precisando el catálogo de las sanciones imponibles y afinando el procedimiento administrativo sancionatorio aplicable, y es esta la regulación vigente al tiempo de publicación de esta obra¹⁰.

c) *Antecedentes legales de la potestad sancionatoria estatal en el mercado de valores.* Mediante la Ley 32 de 1979 se creó la Comisión Nacional de Valores (en adelante, la CNV o la Comisión), “como organismo vinculado al Ministerio de Desarrollo Económico, que tendrá por objeto estimular, organizar y regular el mercado público de valores”¹¹.

Las facultades legales de la CNV incluían las de (1) suspender el registro de un valor en el Registro Nacional de Valores cuando pudiera causar daños a sus tenedores o al mercado; (2) cancelar el registro de un valor cuando el incumpliera las obligaciones asociadas con la inscripción del documento o cuando este dejare de satisfacer las condiciones impuestas para su inscripción; (3) suspender la inscripción de un intermediario en el Registro Nacional de Intermediarios cuando incurriera en violación de lo ordenado por la Ley 32 de 1979, sus disposiciones reglamentarias o las decisiones de la Comisión, realizara operaciones que no sean representativas de la situación del mercado o en su actuación se presentaren irregularidades que pudieran comprometer

⁹ El artículo 208 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero fue declarado exequible por la Corte Constitucional mediante la sentencia C-582 del 31 de octubre de 1996, MP: Eduardo Cifuentes Muñoz.

¹⁰ El vigente artículo 209 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero fue declarado exequible por la Corte Constitucional mediante la sentencia C-860 del 18 de octubre de 2006, MP: Humberto Antonio Sierra Porto.

¹¹ Ley 32 de 1979, artículo 1.º.

la seguridad del mercado¹²; (4) intervenir administrativamente a un intermediario en las mismas hipótesis normativas de la suspensión antes mencionada, hasta que desaparezcan las causas que motiven la medida; (5) cancelar la inscripción de un intermediario en el precitado registro cuando incurriera en violaciones reiteradas a lo dispuesto en la Ley 32 de 1979, en sus disposiciones reglamentarias, o a las decisiones de la Comisión; dejara de satisfacer los requisitos exigidos para su inscripción; injustificadamente incumpliera las obligaciones que surgieran de las operaciones contratadas; entrara en período de liquidación, o proporcionare a la Comisión informaciones falsas o engañosas¹³; (6) sancionar a los contadores públicos con multa hasta de cien mil pesos y ordenar la suspensión de su inscripción profesional, por un término no mayor de un año, cuando con destino a la Comisión certificaren informaciones que no se hubieran tomado fielmente de los libros de contabilidad, que no reflejaren en forma fidedigna la correspondiente situación financiera o que procedieran sin sujeción a lo indicado en el inciso 2.º del artículo 11 de la ley, pudiendo la multa ser de hasta de doscientos mil pesos en caso de reincidencia, con la posibilidad de ordenar la cancelación de la inscripción del contador público¹⁴; y (7) imponer multas sucesivas hasta de cien mil pesos cada una, según la gravedad de la infracción, a quienes desobedecieran las decisiones de la Comisión o violaren las normas legales que regulen la materia¹⁵.

En 1990, mediante la Ley 27, artículo 6.º, se estableció la facultad de la CNV de imponer, a quienes desobedecieran sus decisiones o violaren las normas legales que regulen el mercado de valores, o a las entidades sujetas a su inspección y vigilancia, multas sucesivas hasta por cinco millones de pesos o hasta por un monto igual al valor de la operación realizada, si este último fuere superior a dicha suma, teniendo en cuenta para efectos de determinar la sanción la gravedad de la infracción o el beneficio pecuniario obtenido.

En 1991 se expidió la actual Constitución Política Colombiana, en cuyo artículo 52 transitorio se dispuso que la CNV tendría en adelante el carácter de superintendencia, precepto que fue desarrollado mediante el Decreto 2739 de 1991, en el cual se dispuso, entre otras cosas, que el Presidente de la CNV tendría el carácter de Superintendente de Valores,

¹² *Ibidem*, artículo 12, numerales 1, 2 y 3, literales *a*, *b* y *c*.

¹³ *Ibidem*, numeral 4, literales *a* al *d*.

¹⁴ *Ibidem*, numeral 6.

¹⁵ *Ibidem*, numeral 7.

y que todas aquellas normas que hacían referencia a la Comisión o al Presidente de esta se entenderían hacerlo a la Superintendencia de Valores o al Superintendente de Valores, según fuera el caso, en todo aquello que no se opusiera a lo dispuesto en el citado decreto¹⁶.

Bajo el régimen conformado por las leyes 32 de 1979 y 27 de 1990 y el Decreto 2739 de 1991, no existía un catálogo legal unificado de infracciones sancionables por la CNV, y el procedimiento aplicable era el establecido en el Decreto-Ley 1169 de 1980, artículos 5.º al 7.º y 18¹⁷, cuyo origen y alcance explica el tratadista Néstor Humberto Martínez Neira, así:

Pese a que el proyecto inicial del gobierno no preveía un régimen de procedimiento, oficiosamente el Congreso se encargó de otorgar facultades extraordinarias al presidente de la República para que dictara un estatuto especial y definiera las consecuencias de su inobservancia (art. 16, ley 32 de 1979).

En la fecha de expedición de la ley 32, nuestro país carecía de una normativa universal en estos asuntos. Dada la naturaleza de los derechos e intereses que administra la Comisión, se imponía la definición de unas reglas que, por generales que fuesen, presidieran la formación de su voluntad administrativa en un marco de celeridad, equidad y justicia. [...]

[...]

Las disposiciones del decreto-ley 1169 de 1980 tienen un carácter especial, lo que no significa que operen con exclusión de las normas generales que rigen el procedimiento administrativo. Desde luego, su aplicación preferirá a las reglas generales, cuando exista una incompatibilidad entre aquellas y estas¹⁸.

B) Régimen sancionatorio de la Ley 964 de 2005

En el año 2005, mediante la Ley 964 (Ley de Valores), se modernizó y complementó la normatividad del mercado de valores colombiano, señalando como objetivos de la intervención del Gobierno Nacional

¹⁶ Decreto 2739 de 1991, artículo 1.º.

¹⁷ Así mismo, eran aplicables los artículos 102 y 103 del Decreto 2150 de 1995, en lo relacionado con las resoluciones de carácter general y particular, y las visitas de la Superintendencia de Valores, respectivamente, y el artículo 1.º del Decreto 1688 de 1990 en punto del traslado del acta de conclusiones de las visitas de inspección y la expedición de una resolución motivada luego de la práctica de la visita de inspección.

¹⁸ Ob. cit., pp. 177 y 178.

en las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores, los de proteger los derechos de los inversionistas, promover el desarrollo y la eficiencia del mercado, prevenir y manejar el riesgo sistémico de este, y preservar el buen funcionamiento, la equidad, la transparencia, la disciplina y la integridad del mercado de valores y, en general, la confianza del público en él¹⁹.

En lo concerniente a la función punitiva estatal, en la exposición de motivos del proyecto de la Ley de Valores se señalaron como propósitos los de “[...] establecer de una manera clara, coherente y unificada las conductas prohibidas, la posibilidad de imponer sanciones a quien incurra en las mismas y las reglas de procedimiento a que quedan sometidos, tanto quien ejerce la potestad sancionatoria, como aquél que resulta sujeto pasivo de las mismas”²⁰, vale decir, el legislador buscó unificar y precisar el régimen de infracciones y de sanciones para el mercado de valores, y el procedimiento administrativo sancionatorio aplicable en esta materia.

a) *Autoridad competente*. La potestad sancionatoria sobre el mercado de valores se encuentra radicada en cabeza de la Superintendencia Financiera de Colombia, organismo gubernamental, adscrito al Ministerio de Hacienda y Crédito Público, con personería jurídica, autonomía administrativa y financiera y patrimonio propio, resultante de la fusión que en el año 2005 se hizo de la Superintendencia Bancaria y la Superintendencia de Valores, entidades que hasta entonces desempeñaban por separado funciones de inspección, vigilancia y control, la primera sobre los mercados financiero, de seguros, capitalización y pensiones, y la segunda sobre el mercado de valores.

Mediante el Decreto 4327 de 2005, el Presidente de la República, en ejercicio de sus facultades constitucionales y legales, en especial las señaladas en los numerales 15 y 16 del artículo 189 de la Constitución Política, literales *b* y *d* del artículo 2.º de la Ley 790 de 2002, Ley 4.ª de 1992 y el artículo 54 de la Ley 489 de 1998 y de conformidad con lo dispuesto en el artículo 74 de la Ley 964 de 2005, dispuso fusionar la Superintendencia Bancaria de Colombia en la Superintendencia de Valores, y que la entidad así fusionada en adelante se denominara Superintendencia Financiera de Colombia,

¹⁹ Ley 964 de 2005, artículo 1.º, literal *a*.

²⁰ Exposición de motivos de la Ley 964 de 2005, numeral 8, título sexto: “De las infracciones y sanciones administrativas”, p. 61.

dentro de cuyas facultades legales se encuentra la de “[...] imponer, a quienes desobedezcan sus decisiones o a quienes violen las normas que regulen el mercado de valores las sanciones a que se refiere el presente título, cuando incurran en cualquiera de las infracciones previstas en el artículo siguiente de la presente ley”²¹.

El ejercicio de la facultad sancionatoria en el ámbito del mercado de valores lo lleva a cabo la Superintendencia Financiera de Colombia por intermedio de las delegaturas encargadas de la supervisión de los distintos aspectos de dicho mercado, a saber, las de Emisores y otros agentes, Intermediarios de Valores y otros agentes, Fiduciarias, Pensiones, Riesgos de Mercado de Integridad, Riesgos de Conglomerado y Gobierno Corporativo, y Riesgo de Lavado de Activos²².

Es importante advertir que las actuaciones administrativas sancionatorias adelantadas por la Superintendencia Financiera de Colombia y las sanciones administrativas que esta imponga no excluyen el adelantamiento de otras acciones por parte de otras autoridades dentro del ámbito de sus respectivas competencias, como pueden ser, por ejemplo, acciones penales²³, acciones civiles de indemnización de perjuicios, o acciones de responsabilidad fiscal. Al respecto explica la profesora Marcela Castro de Cifuentes, a propósito de la interacción

²¹ Ley 964 de 2005, artículo 49. Desde la perspectiva cronológica, conviene tener presente que la Ley 964 de 2005 se expidió antes de que se realizara la fusión entre la Superintendencia Bancaria y la Superintendencia de Valores, cuando esta aún existía y operaba, por lo cual en dicha ley se hace referencia la Superintendencia de Valores como la autoridad del mercado de valores, no obstante lo cual, a partir de la mencionada fusión, las referencias normativas a la Superintendencia de Valores deben entenderse efectuadas a la Superintendencia Financiera de Colombia, como se dispuso en el artículo 93 del Decreto 4327 de 2005.

²² Según el organigrama establecido conforme al Decreto 1848 de 2016.

²³ *Ibidem*, inciso segundo. En este capítulo no se trata lo relacionado con el régimen sancionatorio penal, cuyo estudio corresponde a la disciplina del derecho penal. La imposición de sanciones disciplinarias por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia o del Autorregulador del Mercado de Valores, según sea el caso, debe entenderse sin perjuicio de la imposición de sanciones penales por parte del juez competente, en la medida en que las conductas cometidas tipifiquen alguno(s) de los delito(s) consagrados en la ley penal. A manera de ejemplo de lo anterior, puede citarse el caso del Grupo Interbolsa, en el que conductas desplegadas por administradores y otros funcionarios de la sociedad comisionista de bolsa Interbolsa, de la sociedad administradora de inversión Interbolsa, y de otras empresas vinculadas, dieron lugar a la imposición de sanciones disciplinarias y de sanciones penales.

entre la responsabilidad administrativa y otros tipos de responsabilidad, que “Cada una tiene su campo de acción, pero pueden configurarse simultáneamente con base en unos mismos hechos sin que se viole el principio de *non bis in idem* que prohíbe ser juzgado dos veces por el mismo hecho (art. 29 de la C. P.). Por la concurrencia de intereses jurídicos, ante un hecho o conducta podrían imponerse sanciones de tipo civil, penal y fiscal, al lado de la administrativa”²⁴.

En ese mismo sentido, tratándose de los contadores públicos, las sanciones disciplinarias aplicables, diferentes de las administrativas impuestas por la Superintendencia Financiera de Colombia o de las penales, serán las determinadas en la Ley 43 de 1990, y su aplicación les corresponde a las autoridades en ella establecidas (parágrafo del artículo 50 de la Ley de Valores).

b) *Naturaleza de la responsabilidad asociada a la potestad sancionatoria estatal*. Dentro de la evolución del régimen punitivo estatal, se ha discutido la naturaleza de la responsabilidad asociada a la potestad sancionatoria del Estado, en las perspectivas de su relación con la disciplina del derecho penal y de su carácter subjetivo u objetivo.

A mediados de la década de los años ochenta del siglo XX se debatió con intensidad la plena aplicación de los postulados del Código Penal en el derecho sancionador administrativo. A favor de dicha tesis se argumentó la proscripción legal de la responsabilidad objetiva establecida en el Código Penal de esa época (Decreto-Ley 100 de 1980, artículos 5.º y 375²⁵) y la necesidad de aplicación extensiva del estatuto penal al campo administrativo sancionatorio²⁶, planteamiento sobre cuya

²⁴ Marcela Castro de Cifuentes, “Responsabilidad administrativa de los administradores de entidades financieras y del mercado de valores: una evaluación jurisprudencial desde la óptica de lo contencioso administrativo”, en *Memorias del II Congreso Unian-dino de Derecho Financiero y del Mercado de Capitales*, Universidad de los Andes, Facultad de Derecho y Ediciones Uniandes, Bogotá, 2005, pp. 44 y 45.

²⁵ Similar tratamiento prevé el Código Penal vigente (Ley 599 de 2000), cuyo artículo 12 establece: “Solo se podrá imponer penas por conductas realizadas con culpabilidad. Queda erradicada toda forma de responsabilidad objetiva”; a su turno, el artículo 21 del mismo estatuto dispone: “La conducta es dolosa, culposa o preterintencional. La culpa y la preterintención solo son punibles en los casos expresamente señalados por la ley”.

²⁶ Véase a Paul Cahn-Speyer Wells, “La culpabilidad en el régimen sancionatorio tributario y administrativo en general”, en *Revista de Derecho Económico*, Bogotá, Año V, n.º 9-10, Temis y Asociación de Derecho Económico, 1987.

base serían aplicables los preceptos penales sobre la responsabilidad subjetiva basada en la conducta dolosa como regla general, y en contra se adujeron consideraciones según las cuales, dado su carácter de orden público, y la necesidad de eficacia de la gestión administrativa, el derecho administrativo punitivo no hace parte del derecho penal común ni se puede regir por sus orientaciones y principios, ni es conveniente autorizar que a este se extiendan sus reglas²⁷.

Con el tiempo la jurisprudencia terció en esta discusión, reconociendo las diferencias entre el derecho penal y el derecho administrativo sancionador; al respecto pueden verse, entre otras, las sentencias del Consejo de Estado del 9 de octubre de 1992²⁸ y el 15 de julio de 1994²⁹, y la sentencia de la Corte Constitucional C-599 de 1992³⁰, en las cuales se indicó, en esencia, que mientras en el derecho penal se persigue castigar una falta (delito penal), en el derecho administrativo sancionador se trata de lograr un objetivo político del Estado, cual es el de la preservación del orden público económico.

Junto con lo anterior, la jurisprudencia señaló también que la eficiencia de la gestión administrativa exige un pronto cumplimiento y requiere de objetividad, por lo cual no puede quedar condicionada a la

²⁷ Véase a Enrique Low Murtra, ob. cit. En el mismo sentido se pronunció años más tarde el profesor Fernando Silva García, en los siguientes términos: “El tema de la responsabilidad administrativa atribuible a los administradores de las instituciones financieras ha generado una polémica vivaz a lo largo de los años, en nuestro país como en otras latitudes, fundamentalmente en cuanto a la ubicación que una corriente del pensamiento jurídico hace de las normas relativas a la imposición de sanciones por la administración en el ámbito del derecho penal, como una categoría especial del mismo, a la que se denomina derecho penal administrativo, contrariamente a la posición sostenida por quienes consideramos que la potestad sancionatoria de la administración se rige por principios propios del derecho administrativo y constituye una manifestación consustancial a la actividad de policía administrativa económica, que el Estado debe estar en capacidad de ejercer eficazmente para salvaguardar el orden público económico”: “Régimen de responsabilidad de los administradores de las instituciones financieras”, en *Revista de Derecho Privado*, Universidad Externado de Colombia, n.º 4, Bogotá, julio 1998/diciembre 1999, pp. 81 y 82.

²⁸ Consejo de Estado, Sala de lo Contencioso Administrativo, Sección Cuarta, CP: Guillermo Chahín Lizcano, exp. 3693.

²⁹ Consejo de Estado, Sala de lo Contencioso Administrativo, Sección Cuarta, CP: Delio Gómez Leyva, exp. 4846.

³⁰ Corte Constitucional, sentencia C-599 del 10 de diciembre de 1992, MP: Fabio Morón Díaz.

difícil prueba de los factores subjetivos propios de la conducta humana, como son el dolo o la culpa³¹.

Con esas precisiones jurisprudenciales de por medio, en la actualidad se entiende que el derecho penal y el derecho administrativo sancionador son dos expresiones distintas y complementarias del poder punitivo del Estado (*ius puniendi*), entre las cuales existen significativas diferencias, derivadas de diversos factores como son los principios que rigen uno y otro, las diversas órbitas de competencia, la finalidad específica del derecho administrativo sancionador, la prevalencia del superior interés del Estado, la diferente naturaleza de las sanciones, la inaplicabilidad del dolo a las personas jurídicas y la existencia de preceptos garantizadores y de debido proceso en la legislación contencioso-administrativa³². A su vez, el derecho administrativo sancionador se proyecta, con diversos matices, en distintos campos, como el cambiario, el tributario, el financiero y el bursátil.

En consonancia con este entendimiento, el Consejo de Estado ha señalado que las sanciones que se imponen por la transgresión de las normas y de los reglamentos que deben observar las personas cuya actividad tiene por objeto la captación y colocación de recursos del público son esencialmente de naturaleza administrativa³³, y la doctrina ha precisado que la responsabilidad asociada a la potestad sancionatoria estatal es de naturaleza administrativa, entendida como “[...] aquella que surge en cabeza de sujetos destinatarios de normas administrativas —estando caracterizadas estas normas por imponer deberes y obligaciones, establecer prohibiciones o restricciones en la realización de determinada actividad— cuando tales destinatarios incumplan dichos deberes u obligaciones o se violen las prohibiciones o restricciones previstas en la ley o en los respectivos estatutos”³⁴.

³¹ Consejo de Estado, Sala de lo Contencioso Administrativo, Sección Cuarta, sentencia del 24 de julio de 1998, CP: Delio Gómez Leyva, exp. 8805; Corte Constitucional, sentencia C-10 del 23 de enero de 2003, MP: Humberto Antonio Sierra Porto.

³² Para una exposición detallada y clara de estas diferencias, y de las líneas jurisprudenciales más relevantes en la materia, véase a Daniel Fernando Jiménez Jiménez, *La culpa en el derecho sancionador*, Bogotá, Universidad de los Andes y Temis, 2008, capítulos II y III.

³³ Consejo de Estado, Sala de lo Contencioso Administrativo, Sección Cuarta, sentencia del 15 de julio de 1994, CP: Delio Gómez Leyva, exp. 4846.

³⁴ Marcela Castro de Cifuentes, ob. cit., p. 42.

En cuanto al carácter subjetivo u objetivo de la responsabilidad disciplinaria en el derecho administrativo sancionador financiero y del mercado de valores, el debate aún subsiste y se enmarca dentro de los preceptos constitucionales y legales que seguidamente se reseñan.

El artículo 29 de la Constitución Política dispone:

El debido proceso se aplicará a toda clase de actuaciones judiciales y administrativas.

Nadie podrá ser juzgado sino conforme a leyes preexistentes al acto que se le imputa, ante juez o tribunal competente y con observancia de la plenitud de las formas propias de cada juicio.

En materia penal, la ley permisiva o favorable, aun cuando sea posterior, se aplicará de preferencia a la restrictiva o desfavorable.

Toda persona se presume inocente mientras no se la haya declarado judicialmente culpable. Quien sea sindicado tiene derecho a la defensa y a la asistencia de un abogado escogido por él, o de oficio, durante la investigación y el juzgamiento; a un debido proceso público sin dilaciones injustificadas; a presentar pruebas y a controvertir las que se alleguen en su contra; a impugnar la sentencia condenatoria, y a no ser juzgado dos veces por el mismo hecho.

Es nula, de pleno derecho, la prueba obtenida con violación del debido proceso.

Este precepto consagra como garantías constitucionales el debido proceso, la presunción de inocencia y el derecho de defensa, en toda clase de actuaciones judiciales y administrativas —incluidas, claro está, las de carácter sancionatorio adelantadas por la Superintendencia Financiera de Colombia—, que son de aplicación inmediata según lo manda el artículo 85 de la Carta.

En el ámbito legal, el artículo 208 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, modificado por el artículo 45 de la Ley 795 de 2003, en el numeral 4, literal k, establece:

4. Procedimiento administrativo sancionatorio.

[...]

k) Valoración probatoria. Las pruebas se valorarán en su conjunto conforme a las reglas de la sana crítica, atendiendo la naturaleza administrativa de la infracción, la índole objetiva de la responsabilidad correspondiente y los propósitos perseguidos por el régimen sancionatorio;

[...]

Esta norma forma parte de la regulación del procedimiento administrativo sancionatorio que administra la Superintendencia Financiera de Colombia, y de su texto se resalta la calificación relativa a la “índole objetiva de la responsabilidad”, cuyo alcance discuten los intérpretes.

Un sector de la doctrina considera que “La responsabilidad administrativa en materia financiera y bursátil es de carácter objetivo: por la simple infracción a normas legales o estatutos procede la sanción sin que se requiera prueba del dolo o la culpa”³⁵, sin perjuicio de lo cual se señala a renglón seguido que “En todo caso, operan las garantías del debido proceso, aunque más restringidas que en materia penal. Aunque se discute en qué medida se aplican las garantías constitucionales, de la jurisprudencia estudiada pueden inferirse los siguientes criterios: (1) la conducta y la sanción deben estar establecidas en una ley previa (legalidad, tipicidad); (2) deben observarse las formas propias de cada juicio y el trámite debe adelantarse ante el funcionario competente; (3) la responsabilidad no es automática ni opera de plano; (4) el investigado tiene derecho a ejercer en forma plena y efectiva su derecho de defensa, puede solicitar pruebas y contradecir las que se le oponen y puede impugnar las decisiones en sede administrativa y jurisdiccional (defensa y contradicción); (5) en línea con el punto anterior, cabe alegar causales de exoneración pero éstas se restringen a circunstancias totalmente imprevistas y ajenas al actor, como la fuerza mayor y el caso fortuito pues nadie está obligado a lo imposible, al lado de las defensas evidentes como la caducidad, o que el hecho no ocurrió, o que el hecho no es ilegal, o que el investigado no fue el autor, porque en todo caso por más objetiva que sea una responsabilidad se requiere una autoría para imputar responsabilidad, o que no era su deber realizar la conducta exigida. [...] (6) La actividad sancionatoria de las Superintendencias Bancaria y de Valores es reglada y no discrecional; no pueden desconocerse los criterios de graduación de las sanciones establecidas por la ley y debe respetarse el principio de proporcionalidad de la sanción frente a la infracción comprobada; (7) En cuanto a los demás principios, ya se ha dicho que no rige la favorabilidad en materia financiera pero considero que sigue vigente la presunción de inocencia y que toda duda debe resolverse a favor del investigado”³⁶.

³⁵ Marcela Castro de Cifuentes, ob. cit., p. 61. En el mismo sentido se pronuncia Álvaro Andrés González Briceño, en el artículo titulado “Responsabilidad civil y administrativa por el ejercicio de la función de intermediación financiera”, en *Revista de Derecho Privado*, n.º 24, Universidad de los Andes, Facultad de Derecho, Bogotá, 2000.

³⁶ *Ibidem*, p. 62.

La tesis de la responsabilidad objetiva encuentra apoyo en algunos pronunciamientos de la justicia contencioso-administrativa, en los cuales esta ha indicado que la imposición de sanciones por contravenciones administrativas no requiere la prueba de la culpa o el dolo.

En sentido contrario, otro sector de la doctrina, sobre la base de un juicioso estudio de las líneas jurisprudenciales de las jurisdicciones constitucional y contencioso-administrativa, considera que “[...] en el derecho sancionador aplicable por la Superintendencia Financiera no es posible atribuir responsabilidad a título de responsabilidad objetiva y que, por el contrario, invariablemente debe predicarse la responsabilidad subjetiva, pero no a título de dolo, sino de culpa (cuando menos por negligencia) y no solo frente a las sanciones rescisorias, pues no existe límite normativo constitucional que lo justifique, sino frente a toda clase de penas y de infracciones”³⁷. Esta posición se sustenta invocando la aplicación analógica de la jurisprudencia establecida en la sentencia C-616 de 2002 de la Corte Constitucional, conforme a la cual la sanción no se puede imponer a título de responsabilidad objetiva, y se exige que la autoridad demuestre que el comportamiento del investigado no fue diligente en la medida en que no adoptó las precauciones y el cuidado que le correspondía, como forma de darle adecuado cumplimiento a la presunción constitucional de inocencia.

En nuestra opinión, la comisión de las infracciones previstas en la Ley de Valores exige en cada caso, como supuesto de hecho necesario, el incumplimiento probado de una o más normas preexistentes, conducta contraria a derecho del infractor, quien puede y debe conocer los deberes a su cargo y el catálogo legal de tales infracciones, y ha de obrar con la diligencia debida para cumplir los primeros y evitar incurrir en las segundas —en especial si se trata de un emisor, intermediario o agente del mercado de valores, o de los administradores, funcionarios o revisores fiscales de dichas entidades, quienes tienen todos el carácter de profesionales.

En esa medida, la imputación de responsabilidad administrativa disciplinaria invariablemente se basa en el incumplimiento de una o más normas determinadas aplicables³⁸ por parte del sujeto disciplinable infractor, cuya conducta indebida puede ser cometida por negligencia

³⁷ Daniel Fernando Jiménez Jiménez, ob. cit., pp. 85 y 86.

³⁸ Tales normas pueden ser de naturaleza legal, reglamentaria, o de autorregulación, y pueden establecer deberes positivos o prohibiciones a cargo de los sujetos destinatarios.

—que implica no hacer lo necesario para cumplir con el deber a su cargo— o de manera intencional; en el primer supuesto la conducta será atribuible al profesional a título de culpa, y en el segundo supuesto será atribuible a título de dolo.

Además, sobre este mismo asunto, ha de tenerse presente también que en Colombia la responsabilidad objetiva en materia administrativa es excepcional, como lo ha señalado reiteradamente la Corte Constitucional, en las sentencias C- 597 de 1996, C-690 de 1996 y C-616 de 2002, entre otras, y requiere consagración legal expresa en norma de carácter sustancial, como ocurre en los campos cambiario y tributario, frente a lo cual se observa que el referido precepto que contiene la alusión a “la índole objetiva de la responsabilidad” (artículo 208, numeral 4, literal *k*, del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, modificado por el artículo 45 de la Ley 795 de 2003), hace parte de la regulación del proceso administrativo sancionatorio, y refiere puntualmente a criterios de la valoración probatoria que la autoridad ha de hacer dentro de la actuación administrativa, siendo entonces de carácter procedimental.

Ahora bien: para concluir este punto es importante tener presente que, como lo ha señalado la doctrina del Tribunal Disciplinario del Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, en relación con el derecho privado sancionatorio, aplicable *mutatis mutandi* al ámbito del derecho administrativo disciplinario, “la actividad o trabajo del fallador en el análisis de la conducta del investigado dependerá del tipo de norma disciplinaria que se estime incumplida o violada. Ciertamente es factible encontrar en el derecho disciplinario básicamente dos tipos de normas a saber: aquellas que consagran una obligación o un deber preciso [...], donde la valoración y apreciación de la culpa en cabeza del fallador está limitada por la precisión de la norma y se basa primordialmente en un error de obediencia de la misma por parte del sujeto autorregulado, y aquellas normas disciplinarias abiertas, como serían por ejemplo los deberes de prudencia o profesionalismo, las cuales suponen un margen de valoración y apreciación en cabeza del fallador, mucho más amplio”³⁹.

c) *Principios rectores de la facultad sancionatoria*. Sin perjuicio de los principios generales atrás mencionados, la facultad sancionatoria

³⁹ Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, Tribunal Disciplinario, Sala de Revisión, Resolución n.º 8 del 8 de noviembre de 2010, hoja 19, número de investigación 02-2009-112.

administrativa de la Superintendencia Financiera de Colombia se debe orientar y ejercer conforme a cuatro principios rectores particulares, enunciados por el legislador en el artículo 51 de la Ley de Valores, a saber:

- *Principio de proporcionalidad*, según el cual la sanción debe ser proporcional a la infracción, lo que conlleva en cada caso el correspondiente análisis de proporcionalidad, teniendo en cuenta los hechos probados, la conducta del sujeto de derecho infractor, y los criterios de graduación de las sanciones que más adelante se reseñan.
- *Principio disuasorio de la sanción*, según el cual la sanción buscará evitar que los participantes del mercado vulneren la norma que dio origen a aquella, con miras en lo cual toda sanción debe ser ejemplarizante.
- *Principio de la revelación dirigida*, conforme al cual la Superintendencia podrá determinar el momento en que divulgará al público determinada sanción, en los casos en los cuales la revelación de esta pueda poner en riesgo la estabilidad del mercado, con lo cual se le otorga a la autoridad un medio de protección del mercado por este aspecto, a la vez que se propugna por la publicidad de las sanciones impuestas, cuyo conocimiento por parte de otros agentes del mercado y del público en general refuerza su carácter disuasorio; y
- *Principio de contradicción*, según el cual la Superintendencia tendrá en cuenta los descargos que hagan las personas a quienes se les formuló pliego de cargos y la contradicción de las pruebas allegadas regular y oportunamente al proceso administrativo sancionatorio, elementos que deben analizarse y ponderados al momento de adoptar la decisión que en derecho corresponda.

d) *Criterios para la graduación de las sanciones*. El legislador dispuso así mismo que las sanciones a que haya lugar por las infracciones administrativas establecidas en la Ley de Valores deben ser graduadas por la autoridad de supervisión atendiendo ciertos criterios, señalados en el artículo 52 de dicho estatuto, en cuanto resulten aplicables, que apuntan a la atenuación o agravación de la sanción, a saber:

- La reiteración o reincidencia en la comisión de infracciones, respecto de lo cual, conforme a lo establecido en el parágrafo 2.º del citado precepto, se entiende que hay reiteración cuando se cometan dos o más infracciones entre las cuales medie un período inferior a tres años;

- La resistencia, negativa u obstrucción frente a la acción investigadora, de supervisión o sancionatoria de la Superintendencia Financiera de Colombia;
- El desacato o la renuencia a cumplir las órdenes impartidas por la Superintendencia Financiera de Colombia;
- La utilización de medios fraudulentos en la comisión de la infracción o la comisión de esta por interpuesta persona, ocultar la comisión de ella o encubrir sus efectos;
- El que la comisión de la infracción pudiera derivar en un lucro o aprovechamiento indebido, para sí o para un tercero;
- El que la comisión de la infracción se realice por medio, con la participación o en beneficio de personas sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera de Colombia, personas que realicen las actividades señaladas en el artículo 3.º de la Ley de Valores, o de quienes las controlen, o de sus subordinadas;
- La dimensión del daño o peligro a los intereses jurídicos tutelados por las normas del mercado de valores;
- El grado de prudencia y diligencia con que se hayan atendido los deberes o se hayan aplicado las normas pertinentes; y
- La oportunidad en el reconocimiento o aceptación expresos que haga el investigado sobre la comisión de la infracción.

Conforme a lo dispuesto en el párrafo 1.º del precepto legal en comento, los citados criterios son aplicables simultáneamente cuando a ello haya lugar, lo cual implica la necesidad de que la autoridad estudie en cada caso cuáles resultan pertinentes y la manera como se han de ponderar.

A su turno, el párrafo 3.º establece que dichos criterios no se aplican cuando se trate de la imposición de aquellas sanciones pecuniarias regladas por normas especiales, cuya cuantía se calcula utilizando la metodología indicada por tales disposiciones, como son las relativas a capitales mínimos, niveles adecuados de patrimonio, márgenes de solvencia, posición propia, inversiones obligatorias, máximos y mínimos de inversión y demás controles de ley, aplicables a las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera de Colombia.

e) *Infracciones en el mercado de valores*. El catálogo legal de infracciones en el mercado de valores se encuentra en el artículo 50 de la Ley 964 de 2005, norma que, al decir de la doctrina, “[...] enumera

las conductas prohibidas, bien sea que se trate de conductas autónomas e independientes, como es el caso de la realización de operaciones que afectan la libre formación de los precios en el mercado de valores, o bien de conductas en virtud de las cuales se incumplan normas del mercado de valores o normas establecidas en otros cuerpos normativos, como es el caso del incumplimiento de las normas sobre información privilegiada, o el incumplimiento de reglas de contabilidad, respectivamente”⁴⁰.

La Ley de Valores abarca un espectro amplio de conductas prohibidas, que incluyen tanto las que configuran abusos de mercado⁴¹ como otras que comportan la inobservancia de reglas establecidas para el funcionamiento adecuado del mercado, la prevención y el control de actividades delictivas, o de reglas prudenciales asociadas con la solidez económica y financiera de las entidades vigiladas.

La lista legal de infracciones del artículo 50 de la Ley de Valores facilita la ubicación de las infracciones allí establecidas, y es de carácter enunciativo y no taxativo, por cuanto no comprende todas las posibles conductas que pueden lesionar la integridad y transparencia del mercado de valores, y en su parte final (literal x), de manera residual señala como infracción sancionable la consistente en “Infringir las reglas contenidas en la presente ley, las normas que se expidan con base en la misma, cualquiera de las normas que regulen el mercado de valores o los reglamentos aprobados por la Superintendencia de Valores [hoy Superintendencia Financiera de Colombia]”; sin embargo, bajo los principios de legalidad y de tipicidad (*nullum crimen sine lege*), solo será jurídicamente viable para la autoridad de supervisión sancionar aquellas conductas que configuren la violación de normas previamente expedidas por una autoridad competente en ejercicio de sus funciones.

Algunas de las infracciones tienen alcance general, en tanto las conductas prohibidas pueden ser realizadas por cualquier persona, como, por ejemplo, el uso indebido de información privilegiada, mientras que en otras los destinatarios se circunscriben a los sujetos de la inspección

⁴⁰ Germán Darío Abella Abondano, *Un examen al régimen de las infracciones y sanciones administrativas del mercado de valores colombianos bajo la óptica de los objetivos de la Ley 964 de 20015*, en el libro *Cinco años de la Ley 964 de 2005: ¿se están cumpliendo sus objetivos?*, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2011, p. 282.

⁴¹ Nota del editor: El tema de los abusos de mercado se trata a espacio en el capítulo I de la parte V del tomo IV de esta obra, al cual remitimos al lector.

y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera de Colombia y a los emisores de valores sometidos a su control exclusivo, que son quienes pueden incurrir en estas infracciones.

A continuación se enuncian en letra cursiva las conductas calificadas por el legislador como infracciones, y se hacen para algunas de ellas unos breves comentarios explicativos, así como algunas referencias cruzadas a otras partes de esta obra en las cuales se tratan a espacio aspectos que revisten relevancia para efectos de la comprensión y tipificación de ciertas infracciones.

(a) Ejercer actividades o desempeñar cargos u oficios sin haber realizado previamente la correspondiente inscripción en el respectivo registro, cuando dicha inscripción fuere requerida.

La idoneidad y profesionalidad de los intermediarios y otros agentes que desde el lado de la oferta de productos y servicios intervienen en el mercado de valores, es un elemento central de protección de los inversionistas y del mercado en general, que apunta a evitar que personas inescrupulosas o incompetentes participen en este y afecten su integridad y transparencia, o los intereses particulares de los emisores o de los inversionistas. Así mismo, el cumplimiento de los requisitos exigidos para la oferta pública de valores asegura la observancia de los estándares de información que el regulador ha establecido para el acceso de los emisores al mercado como fuente de recursos.

Como se indicó en otra parte de esta obra, en la arquitectura de los mercados públicos de valores la existencia de registros públicos constituye un rasgo esencial para que los participantes tengan acceso a cierta información importante relacionada con los valores, sus emisores, los agentes del mercado sujetos de supervisión y las personas naturales profesionales que allí concurren⁴².

En consecuencia, la conducta consistente en ejercer actividades propias del mercado de valores o desempeñar cargos u oficios en este sin haber realizado previamente la correspondiente inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores, o en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores, o en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores, según sea el caso, cuando dicha inscripción fuere requerida por la regulación, es ilegal y constituye una infracción sancionable.

⁴² Nota del editor: Véase el tomo I, capítulo I, sección VII de esta obra, dedicada al tema de los registros públicos del mercado de valores.

(b) Realizar, colaborar, cohonestar, autorizar, participar de cualquier forma o coadyuvar con transacciones u otros actos relacionados, que tengan como objetivo o efecto: (1) afectar la libre formación de los precios en el mercado de valores; (2) manipular la liquidez de determinado valor; (3) aparentar ofertas o demandas por valores; (4) disminuir, aumentar, estabilizar o mantener artificialmente el precio, la oferta o la demanda de determinado valor; y (5) obstaculizar la libre concurrencia y la interferencia de otros en las ofertas sobre valores. El ejercicio de la función de estabilización de valores, legítimamente ejercida, incluyendo los contratos de liquidez, no se considerará como infracción.

Esta norma menciona varias conductas, que se encuadran como abusos de mercado, en las diversas modalidades allí indicadas, a saber, mediante la afectación de la libre formación de los precios en el mercado de valores, o la manipulación de la liquidez de un valor, o dar la apariencia de ofertas o demandas por valores que no corresponden a la realidad, o la disminución, aumento, estabilización o mantenimiento artificial del precio, la oferta o la demanda de determinado valor, o la obstaculización de la libre concurrencia y la interferencia de otros en las ofertas sobre valores.

La responsabilidad por dicha infracción se predica no solo de quien lleve a cabo una o más de las conductas prohibidas, que se han de traducir en “transacciones u otros actos relacionados”, como pueden ser las operaciones autorizadas a los intermediarios de valores, sino también de quien la(s) autorice o cohoneste o coadyuve o colabore en su realización, como sería el caso, por ejemplo, del administrador de un emisor o de un intermediario de valores que no participa personal y directamente en la operación ilegal, pero sabía que esta sería realizada por uno o más funcionarios subalternos y la determinó, autorizó o consintió.

Se excluye de la conducta sancionable el ejercicio de la función de estabilización de valores, legítimamente ejercida, incluyendo los contratos de liquidez, función que los intermediarios de valores pueden realizar de conformidad con el régimen de estabilización de precios en ofertas públicas, contenido en los artículos 6.1.2.1.1 al 6.1.2.2.5 del Decreto 2555 de 2010.

(c) No llevar la contabilidad según las normas aplicables o llevarla de forma que contenga vicios, imprecisiones o errores que impidan conocer la verdadera situación patrimonial o las operaciones. Esta infracción únicamente será aplicable a las personas sujetas a la inspección

y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera de Colombia y a los emisores de valores sometidos a su control exclusivo.

(d) Remitir a las autoridades información contable que no sea llevada conforme a las normas aplicables o que sea llevada de forma que contenga vicios, imprecisiones o errores que impidan conocer la verdadera situación patrimonial o las operaciones, o no publicar la información contable en los términos y condiciones que la normatividad aplicable establezca. Esta infracción será aplicable a las entidades sujetas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia en cuanto a las obligaciones de suministro de información al mercado de valores.

Estas disposiciones tienen como destinatarios solamente a los sujetos vigilados por la Superintendencia Financiera de Colombia y a los emisores de valores sometidos a su control exclusivo, obligados a llevar contabilidad, y en su aplicación se ha de tener en cuenta el régimen contable que corresponda al infractor.

Los emisores de valores tienen el deber legal de llevar su contabilidad conforme a las normas técnicas contables aceptadas en Colombia y las Normas Internacionales de Información Financiera.

Así mismo, los intermediarios de valores y los administradores de fondos de inversión colectiva, en tanto sujetos vigilados por la Superintendencia Financiera de Colombia, deben llevar su contabilidad con arreglo a las normas contables especiales establecidas por esa autoridad de supervisión, que apuntan a que la contabilidad muestre de manera fidedigna la verdadera situación económica y financiera de estas entidades y, en su caso, de los fondos de inversión colectiva administrados.

En uno y otro caso, la inobservancia de las normas contables aplicables constituye infracción sancionable, como lo es también el que la contabilidad del sujeto vigilado contenga vicios, imprecisiones o errores que impidan conocer la verdadera situación patrimonial o las operaciones realizadas.

En el literal *d* del artículo 50 de la Ley de Valores se califican como infracciones dos conductas, a saber, por un lado, remitir a las autoridades (a cualquier autoridad, pues la norma emplea el término en plural y no distingue ni excluye a ninguna en particular) información contable que no sea llevada conforme a las normas aplicables o que sea llevada de forma que contenga vicios, imprecisiones o errores que impidan conocer la verdadera situación patrimonial o las operaciones, y, por otro lado, no publicar la información contable en los términos y

condiciones que la normatividad aplicable establezca, y se precisa que estas infracciones serán aplicables a las entidades sujetas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia en cuanto a las obligaciones de suministro de información al mercado de valores, circunscribiendo así su aplicación a este preciso ámbito.

(e) Incumplir las normas sobre información privilegiada, o utilizar o divulgar indebidamente información sujeta a reserva.

(f) Incumplir las disposiciones sobre conflictos de interés; incumplir los deberes profesionales que les correspondan a quienes participen en el mercado en cualquiera de sus actividades; incumplir los deberes o las obligaciones frente al mercado, respecto de los accionistas de sociedades inscritas, incluidos los minoritarios, o respecto de los inversionistas; incumplir los deberes o las obligaciones que impongan la ley o las normas que la desarrollen o complementen, frente a quienes confieran encargos a intermediarios de valores o frente a aquellos en cuyo nombre se administren valores o fondos de valores, fondos de inversión, fondos mutuos de inversión.

Estas infracciones serán aplicables a las instituciones sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia, únicamente en lo que hace relación a su actuación en el mercado de valores.

Las conductas a las que aluden estas normas tienen como denominador común el supuesto de hecho consistente en el incumplimiento de los deberes que allí se mencionan, por parte de quienes en cada caso están obligados a observarlos, precisando que las infracciones respectivas se aplican a las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, únicamente en lo que concierne a su actuación en el mercado de valores, según las actividades del mercado que sean desarrolladas por cada institución en particular. Así, por ejemplo, si una institución vigilada tiene simultáneamente la calidad de emisor de valores y la calidad de intermediario de valores, en el ámbito propio del desarrollo de cada una de tales actividades ha de responder en caso de incumplimiento de los deberes respectivos.

Por lo que hace a los temas de información privilegiada y conflictos de interés, en otra parte de esta obra se expusieron las conductas de abuso de mercado en que pueden incurrir los administradores de los emisores de valores, los inversionistas y los intermediarios, que incluyen obtener ventajas a partir del uso o la divulgación de información que no es públicamente conocida y debería serlo, o incurrir en actos

defraudatorios para apropiarse de recursos de terceros, lo cual puede darse a partir de situaciones de conflicto de interés, entre otras, y se refirieron las normas sobre ambos temas, cuya inobservancia constituye la infracción sancionable, a lo cual nos remitimos en aras de la brevedad⁴³.

Las normas en comento se pueden relacionar con la contenida en el literal *o* del artículo 50 de la Ley de Valores, que en la misma línea de construcción califica como infracción “Incumplir los deberes legales o contractuales que correspondan a quienes administren fondos de valores, fondos de inversión y fondos mutuos de inversión [hoy fondos de inversión colectiva]”; en otras partes de esta obra se presentan en detalle los deberes legales y regulatorios a cargo de los administradores, gestores, distribuidores y custodios de fondos de inversión colectiva⁴⁴, al paso que los deberes contractuales serán en cada caso los establecidos en los documentos de vinculación al fondo respectivo (reglamento, prospecto y constancia de vinculación).

Así mismo, en otra parte de esta obra se presentan en detalle los deberes legales y regulatorios a cargo de los emisores de valores⁴⁵, y de los intermediarios de valores⁴⁶, respectivamente, cuya violación también constituye infracción sancionable, a lo cual nos remitimos también en aras de la brevedad.

Por último, se anota que la norma del literal *f* se puede relacionar con la establecida en el literal *r* del artículo 50 de la Ley 964 de 2005, que califica como infracción la conducta consistente en “[n]o declarar oportunamente un impedimento o una inhabilidad relacionada con el ejercicio de actividades en el mercado de valores”, en tanto que la revelación oportuna de impedimentos o inhabilidades por parte de los agentes del mercado de valores forma parte de una adecuada gestión de los conflictos de interés, en el marco de la buena fe y la diligencia debidas en la negociación, celebración y ejecución de los contratos que tales agentes realizan en desarrollo de sus actividades empresariales.

⁴³ Nota del editor: Véase el capítulo I de la parte V del tomo IV de esta obra.

⁴⁴ Nota del editor: Véanse los capítulos I y II de la parte I del tomo IV de esta obra. Tenga presente el lector que a partir de la entrada en vigencia del Decreto 2175 de 2007 la denominación “carteras colectivas” subsumió las anteriores denominaciones de los fondos de valores y los fondos de inversión, y posteriormente, a partir de la entrada en vigencia del Decreto 1242 de 2013, dicha denominación se cambió por la actual de “fondos de inversión colectiva”.

⁴⁵ Nota del editor: véase el capítulo III del tomo II de esta obra.

⁴⁶ Nota del editor: Véase el capítulo XII de la parte II del tomo III de esta obra.

(g) No divulgar en forma veraz, oportuna, completa o suficiente información que pudiere afectar las decisiones de los accionistas en la respectiva asamblea o que, por su importancia, pudiera afectar la colocación de valores, su cotización en el mercado o la decisión de los inversionistas de vender, comprar o mantener dichos valores.

Esta infracción guarda relación con los deberes de lealtad y transparencia que los emisores de valores tienen para con sus accionistas, que conllevan revelar a estos oportunamente y en forma veraz y suficiente toda la información que pueda afectar las decisiones de ellos en el marco de las reuniones del máximo órgano social, o que puedan afectar la colocación de valores del emisor, su cotización en el mercado o la decisión de los inversionistas de comprar, vender o mantener los títulos, cuya violación el legislador ha catalogado como infracción sancionable.

(h) Admitir o permitir que determinado valor sea ofrecido o negociado en un sistema de negociación de valores sin estar previamente inscrito en el Registro Nacional de Valores y Emisores; suspender o excluir las negociaciones de determinado valor inscrito en un sistema de negociación de valores, sin causa justificada, o negociarlo en el mercado sin que exista alguna de las inscripciones en los registros que establece la presente ley.

Esta norma contempla tres conductas distintas, como enseguida se explica.

La conducta mencionada en la parte inicial de la norma guarda relación con la infracción descrita en el literal *a* del artículo 50 de la Ley 964 de 2005, cuyos elementos se expusieron atrás, en tanto tiene como supuesto el haberse omitido el cumplimiento del requisito de inscripción de un valor en el Registro Nacional de Valores y Emisores, no obstante lo cual el infractor admite o permite que el valor no inscrito sea ofrecido o negociado en un sistema de negociación de valores. De cara a dicha conducta se advierte el deber de diligencia consistente en verificar en todos los casos que los valores que van a ser ofrecidos o negociados en un sistema de negociación de valores se encuentren previamente inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores.

En la segunda parte de la norma se alude a la conducta consistente en suspender o excluir las negociaciones de determinado valor inscrito en un sistema de negociación de valores, sin causa justificada, frente a lo cual han de tenerse en cuenta los casos en los cuales la regulación autoriza tales suspensiones o exclusiones; fuera de estos casos, la referida conducta habría de considerarse injustificada y daría pie para la imposición de sanciones.

La parte final de la norma refiere a la conducta consistente en negociar un valor en el mercado sin que exista alguna de las inscripciones en los registros que establece la ley.

(i) Utilizar cualquier denominación o signo distintivo dirigido al público, o cualquier palabra o locución, inclusive en lengua extranjera, que pudiera engañar o confundir sobre la legitimación para desarrollar cualquier actividad propia del mercado de valores; incumplir lo previsto en esta ley o en cualquier norma que la desarrolle sobre la publicidad sobre valores o intermediarios.

Esta norma se refiere a conductas engañosas mediante las cuales un sujeto no autorizado informa o da a entender que se encuentra habilitado para desarrollar una actividad del mercado de valores, sin estarlo.

Como es bien sabido, la actividad bursátil en de interés público por cuanto está relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público, y solo pueden ser ejercida previa autorización del Estado, habida cuenta de lo cual el ejercicio de cualquier actividad del mercado de valores sin contar con la previa autorización estatal es ilegal.

(j) Omitir el deber de informar sobre participaciones de capital y sobre movimientos de compra, venta o disposición de acciones, o incumplir cualquier otro deber de información a las autoridades, al mercado o a los inversionistas, incluyendo los inversionistas potenciales, o los deberes especiales de información que establezcan las normas aplicables.

Esta norma constituye expresión del principio según el cual el suministro al mercado de información oportuna, veraz y suficiente es un mecanismo efectivo de protección para los inversionistas, y en particular refiere a la conducta omisiva del sujeto obligado a informar (emisor o intermediario), ya sea culposa o intencional, consistente en no cumplir los deberes de información en general, y en particular los relacionados con los aspectos mencionados en la disposición.

(k) Realizar una oferta pública en cualquiera de sus modalidades, con violación de las normas aplicables, o no realizarla cuando las autoridades así lo requieran.

Además de lo atrás anotado respecto de la conducta descrita en el literal *a* del artículo 50 de la Ley de Valores, se observa que la norma del literal *k* califica como infracción la realización de una oferta pública de valores, en cualquiera de sus modalidades (mercado principal o segundo mercado), con violación de las normas aplicables, lo que

supone pretender el acceso de un emisor al mercado por fuera del marco legal establecido para ello.

Así mismo, se califica como infracción la no realización de una oferta pública cuando la autoridad competente así lo requiera.

(l) Incumplir las normas sobre autorregulación, así como las dictadas en ejercicio de la función de autorregulación.

Esta infracción se explica en la medida en que las normas de autorregulación forman parte del ordenamiento del mercado de valores, y su observancia es exigible a los sujetos autorregulados, temas estos que se tratan detalladamente en otra parte de esta obra, a la cual remitimos al lector en aras de la brevedad⁴⁷.

(m) Violar las normas relacionadas con la separación patrimonial entre los activos propios y los de terceros o dar a los activos de terceros un uso diferente del permitido. Esta infracción únicamente será aplicable a las personas sujetas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores.

La separación patrimonial es un deber establecido a cargo de las entidades del mercado de valores que prestan servicios de gestión o custodia de inversiones, como son las sociedades fiduciarias que administran fideicomisos de inversión, las sociedades comisionistas de bolsa que administran portafolios de terceros, los administradores de fondos de inversión colectiva, y los custodios de valores de dichos fondos, como medida de segregación de los activos gestionados o custodiados, con miras a la protección de los inversionistas.

El deber de separación patrimonial implica que el administrador mantenga los activos de terceros que gestiona separados de los propios y de los que correspondan a otros negocios bajo su manejo, jurídicamente y contablemente, habida cuenta de lo cual su incumplimiento se materializa cuando el administrador usa los activos que le han sido confiados para su propio beneficio (p. ej., destinándolos para realizar operaciones por cuenta propia, o para pagar pasivos del administrador), o en provecho de otros clientes o negocios gestionados (p. ej., usar dineros de un fideicomiso de inversión o de un fondo de inversión colectiva, en operaciones de otro fideicomiso o fondo administrado), o en provecho de terceros, situaciones que darían lugar a la imposición de sanciones.

⁴⁷ Nota del editor: Véase la parte IV del tomo IV de esta obra.

(n) Realizar declaraciones o divulgar informaciones falsas, engañosas, inexactas o incompletas o expedir comunicaciones o certificaciones falsas o inexactas sobre los valores depositados en los depósitos centralizados de valores.

Esta infracción se explica en la medida en que los depósitos centralizados de valores son fedatarios del mercado, respecto de los valores recibidos en depósito y de las operaciones y gravámenes relacionados con ellos, y en el desempeño de esa función deben asegurar siempre la veracidad de la información que suministran a los inversionistas, otros usuarios y al mercado de valores en general, a cuyo fin han de establecer internamente los mecanismos y protocolos que les permitan cumplir con este deber de resultado.

Por consiguiente, resulta inadmisibile que los depósitos centralizados de valores suministren cualesquiera informaciones, comunicaciones o certificaciones falsas, engañosas, inexactas o incompletas, conducta que tipifica otra de las infracciones establecidas en la Ley de Valores.

(o) Incumplir los deberes legales o contractuales que correspondan a quienes administren fondos de valores, fondos de inversión y fondos mutuos de inversión.

En relación con esta conducta, nos remitimos a lo ya señalado al comentar las normas de los literales *e* y *f* del artículo 50 de la Ley de Valores, en lo relacionado con los fondos de inversión colectiva.

(p) Acceder fraudulenta o abusivamente o sin autorización a los sistemas de registro o de negociación de valores.

Esta infracción guarda relación con la protección que la Constitución Política y la ley otorgan a la información almacenada en los sistemas de registro de valores y de negociación de valores, amparada por el derecho a la intimidad.

En ese contexto, la ley califica como infracción la conducta consistente en el acceso fraudulento, abusivo o sin autorización, a dicha información, que puede llegar a poner en riesgo los derechos de los inversionistas y la transparencia e integridad del mercado.

(q) Autorizar actos, ejecutarlos, cohonestarlos, o no evitarlos debiendo hacerlo, en contra de lo dispuesto en la presente ley o las normas que la desarrollen, o las otras normas que regulen el mercado de valores.

Esta norma, al igual que la contenida en el literal *x* del artículo 50 de la Ley de Valores, complementa las demás de este precepto, como norma residual (*catch all rule*) que recoge otras violaciones a la regulación del mercado de valores.

(r) No declarar oportunamente un impedimento o una inhabilidad relacionada con el ejercicio de actividades en el mercado de valores.

En relación con esta conducta, nos remitimos a lo ya señalado al comentar las normas de los literales *e* y *f* del artículo 50 de la Ley de Valores, en lo relacionado con los conflictos de interés.

(s) Incumplir el régimen establecido en los artículos 102 a 107 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y en las normas del mercado de valores que los desarrollen, modifiquen o adicionen, en concordancia con lo dispuesto en el artículo 39 de la Ley 190 de 1995 o cualquier norma relacionada con la prevención y control de actividades delictivas a través del mercado de valores.

Esta infracción únicamente será aplicable a las personas sujetas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera de Colombia, sin perjuicio del ejercicio de las facultades de la Superintendencia en materia de prevención y control de actividades delictivas.

Los artículos 102 a 107 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero contienen el régimen aplicable en materia de prevención y manejo del lavado de activos a las instituciones sometidas al control y vigilancia de la Superintendencia Financiera, que deben adoptar medidas de control apropiadas y suficientes, orientadas a evitar que en la realización de sus operaciones puedan ser utilizadas como instrumento para el ocultamiento, manejo, inversión o aprovechamiento en cualquier forma de dinero u otros bienes provenientes de actividades delictivas o destinados a su financiación, o para dar apariencia de legalidad a las actividades delictivas o a las transacciones y fondos vinculados con ellas.

Mediante la Ley 190 de 1995, artículo 39, dicho régimen se hizo extensivo a las personas sometidas a inspección, vigilancia o control de la entonces Superintendencia de Valores (hoy Superintendencia Financiera de Colombia).

La efectiva aplicación de este régimen constituye un elemento de especial importancia para salvaguardar la salud de las instituciones financieras y del mercado de valores y la integridad de los mercados respectivos, frente al fenómeno del lavado de activos por parte del crimen organizado, y, de contera, la inobservancia de dicha regulación constituye una infracción sancionable por parte de la autoridad de supervisión.

(t) Incumplir las normas sobre designación de defensor del cliente (hoy defensor del consumidor financiero), miembros independientes de la junta directiva, oficial de cumplimiento o miembros del comité

de auditoría, contralor normativo; no efectuar las apropiaciones necesarias para el suministro de los recursos humanos y técnicos que quienes ejercen los mencionados cargos requieran para su adecuado desempeño o no proveer la información que los mismos necesiten para el ejercicio de sus funciones. Para quienes actúen como defensor del cliente (hoy defensor del consumidor financiero), miembros de junta directiva, oficial de cumplimiento, miembros del comité de auditoría y contralor normativo incumplir con los deberes y obligaciones establecidos para el desarrollo de sus funciones.

Esta infracción únicamente será aplicable a las personas sujetas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera de Colombia y a los emisores de valores sometidos a su control exclusivo.

Esta norma se proyecta en dos planos distintos. Por una parte, se califica como infracción la conducta de la entidad vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia, consistente en inobservar las reglas establecidas para ciertas designaciones que esta ha de hacer, mencionadas en la norma, y, por la otra parte, se hace lo propio respecto del incumplimiento de los deberes y obligaciones establecidos para el desarrollo de las funciones propias de los cargos de defensor del consumidor financiero), miembros de junta directiva, oficial de cumplimiento, miembros del comité de auditoría y contralor normativo.

(u) Utilizar el nombre o las cuentas de terceros para el registro de operaciones en provecho de un intermediario, de sus funcionarios o de terceros.

Esta infracción puede verse como una expresión o modalidad particular de conflicto de interés, en la que el intermediario de valores o sus funcionarios, faltando al deber de lealtad a su cargo, indebidamente usan el nombre o una o más cuentas de terceros para registrar operaciones de cualquier clase, por ejemplo, sobre valores o sobre dinero, para beneficio del intermediario, de sus funcionarios o de terceros distintos del titular de la cuenta empleada.

Se resalta que la norma refiere en general a “cuentas de terceros”, expresión que consideramos comprende todo tipo de cuentas en las que puedan registrarse operaciones, por ejemplo, las cuentas que el cliente tiene con el intermediario de valores, las cuentas del cliente en el depósito centralizado de valores y las cuentas bancarias del cliente, entre otras.

(v) Incumplir las normas relacionadas con capitales mínimos, niveles adecuados de patrimonio, márgenes de solvencia, posición propia,

inversiones obligatorias, máximos y mínimos de inversión y demás controles de ley, por parte de las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores.

Esta infracción comprende el incumplimiento de las reglas prudenciales y controles de ley que se mencionan en la norma, por parte de las entidades del mercado de valores, e históricamente se explica en el contexto de la supervisión dual que existía antes de la fusión de la Superintendencia Bancaria y la Superintendencia de Valores, en el marco de la cual el legislador buscó equiparar el tratamiento disciplinario que en esta materia tenían ya las instituciones financieras vigiladas por la Superintendencia Bancaria.

(w) Incumplir las disposiciones del Banco de la República por parte de las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores (hoy Superintendencia Financiera de Colombia).

Esta infracción tiene como destinatarias a las sociedades comisionistas de bolsa que hoy por hoy, de las antiguas entidades vigiladas por la Superintendencia de Valores, son las únicas que se desempeñan como intermediarios del mercado cambiario⁴⁸.

Los intermediarios del mercado cambiario tienen el deber de cumplir las regulaciones que respecto de la actividad de intermediación cambiaria expidan de tiempo en tiempo el Banco de la República y su Junta Directiva, actualmente contenidas en la Resolución 01 de 2018 de la Junta Directiva del Banco de la República, y en las circulares reglamentarias externas del banco central DCIN-83, DODM 144, DODM 146 y DODM 317, todas del 25 de mayo de 2018, y sus modificaciones, cuya inobservancia constituye la infracción sancionable

(x) Infringir las reglas contenidas en la presente ley, las normas que se expidan con base en la misma, cualquiera de las normas que regulen el mercado de valores o los reglamentos aprobados por la Superintendencia de Valores (hoy Superintendencia Financiera de Colombia).

Esta norma tiene carácter residual, y opera como mecanismo de expansión de las infracciones bajo la Ley de Valores, en la medida en que califica como conducta sancionable la inobservancia de otras normas que regulen el mercado o de los reglamentos aprobados por la Superintendencia Financiera de Colombia, donde la expresión “reglamentos” ha de entenderse referida a los actos administrativos expedidos por la

⁴⁸ Resolución 01 de 2018 de la Junta Directiva del Banco de la República, artículo 7.

autoridad de supervisión en el ejercicio de sus funciones, que contengan instrucciones vinculantes para las entidades vigiladas destinatarias.

f) *Sanciones administrativas aplicables por infracciones del mercado de valores.* El artículo 53 de la Ley de Valores consagra las clases de sanciones administrativas que pueden imponerse a quien incurra en cualquiera de las infracciones descritas en el artículo 50 de dicho estatuto, estas son:

- Amonestación.
- Multa a favor del Tesoro Nacional, sujeta a los límites mínimos y máximos señalados en la propia Ley de Valores, cuyo artículo 55 prevé que la sanción pecuniaria mínima por cada infracción será equivalente a diez salarios mínimos legales mensuales vigentes para la época de los hechos; que en el caso de sanciones institucionales se podrán imponer multas por cada infracción hasta por el equivalente a lo señalado en el literal *b* del numeral 3 del artículo 208 o el numeral 3 del artículo 211 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, según corresponda, y que tratándose de sanciones personales se podrán imponer multas por cada infracción hasta por el equivalente a lo señalado en el literal *b* del numeral 3 del artículo 208 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero. Las multas podrán ser sucesivas mientras subsista el incumplimiento que las originó.
- Suspensión o inhabilitación hasta por cinco años para realizar funciones de administración, dirección o control de las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores.
- Remoción de quienes ejercen funciones de administración, dirección o control o del revisor fiscal de las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores.
- Suspensión de la inscripción en cualquiera de los registros a que se refiere la presente ley. Esta podrá imponerse de forma que prevenga la realización de todo tipo de actividades o de manera limitada para algunas de ellas. Una vez vencido el término de la suspensión se restablecerá la respectiva inscripción con todos sus efectos.
- Cancelación de la inscripción en cualquiera de los registros a que se refiere la presente ley. En este caso, le quedará prohibido al afectado inscribirse en alguno de los registros que componen el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores. La correspondiente cancelación será de uno a veinte años. Una vez vencido el término

de la cancelación deberá surtirte nuevamente el trámite de solicitud de inscripción en el respectivo registro.

- Por los defectos en que incurran las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera de Colombia, respecto de niveles adecuados de patrimonio y márgenes de solvencia señalados en las disposiciones vigentes, la Superintendencia impondrá una multa por el equivalente al 3,5% del defecto patrimonial que presenten durante el respectivo período de control, sin exceder, respecto de cada incumplimiento, del 1,5% del patrimonio requerido para dar cumplimiento a dichas relaciones. Por los defectos o excesos respecto de los límites a la posición propia en moneda extranjera se impondrá una sanción pecuniaria a favor del Tesoro Nacional, proporcional a dicho exceso o defecto y a la utilidad que se pueda derivar de la violación de los límites mencionados, según lo determine la Junta Directiva del Banco de la República para los intermediarios del mercado cambiario.

El párrafo del mismo artículo 53 establece que las sanciones previstas en dicho precepto podrán aplicarse simultáneamente, siempre que su acumulación no pugne con su naturaleza.

A su turno, en el artículo 54 de la Ley de Valores se estableció el registro de sanciones, como mecanismo de publicidad de tales medidas disciplinarias, indicando que las sanciones impuestas se deben inscribir en el respectivo registro a partir del momento de su ejecutoria, y el registro de la sanción se mantendrá por veinte años.

Debe tenerse presente que la ley prohíbe que las sanciones pecuniarias de carácter personal sean pagadas directamente o por interpuesta persona por la persona jurídica a la cual se encuentra vinculado el sancionado o por aquella a la que se hubiere encontrado vinculado durante la ocurrencia, o con ocasión de los respectivos hechos, así como por sus respectivas matrices o subordinadas (artículo 57 de la Ley de Valores).

En materia de intereses, el artículo 56 de la Ley 964 de 2005 dispone que a partir de la ejecutoria de la resolución por medio de la cual la Superintendencia Financiera de Colombia imponga una sanción pecuniaria y hasta el día de su pago, el sancionado deberá reconocer en favor del Tesoro Nacional un interés mensual (de carácter moratorio) equivalente a una y media veces el interés bancario corriente certificado por la misma Superintendencia, sobre el valor insoluto de la sanción.

En lo concerniente a la aplicación en la práctica de sanciones administrativas por las infracciones previstas en el artículo 50 de la Ley 964

de 2005, en un estudio publicado en el año 2011 se reveló, entre otras cosas, que en los primeros cinco años desde la expedición de dicha ley la Superintendencia Financiera de Colombia había impuesto 64 sanciones, de las cuales 34 correspondieron a amonestaciones, 25 a multas y cinco a inhabilitaciones para realizar funciones de administración hasta por cinco años, y tales sanciones se impusieron principalmente por la realización de operaciones preacordadas, el uso indebido de información privilegiada y los conflictos de interés⁴⁹.

g) *Procedimiento aplicable en la actuación administrativa sancionatoria*. El artículo 59 de la Ley 964 de 2005 establece que el procedimiento que se ha de seguir en las actuaciones administrativas sancionatorias es el determinado en el numeral 4 del artículo 208 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, norma que modificada por la Ley 705 de 2003, artículo 45, y demás normas concordantes, así como en aquellas que las modifiquen o sustituyan. En lo no regulado por el régimen especial, el trámite se ha de sujetar a lo dispuesto en Código de Procedimiento Administrativo y de lo Contencioso Administrativo.

Tratándose de la infracción prevista en el literal v del artículo 50 de la Ley de Valores, esto es, el incumplimiento de las normas relacionadas con capitales mínimos, niveles adecuados de patrimonio, márgenes de solvencia, posición propia, inversiones obligatorias, máximos y mínimos de inversión y demás controles de ley, se deben aplicar las reglas especiales dispuestas en el numeral 5 del artículo 208 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, según las cuales cuando la entidad vigilada presente información financiera y contable sobre dichas materias a la Superintendencia Financiera de Colombia, certificada por el representante legal y el revisor fiscal, ella constituye una declaración sobre el cumplimiento o incumplimiento de tales controles de ley, y si dentro de los sesenta días siguientes la superintendencia no objeta la información presentada, dicha declaración quedará en firme. Así mismo, la precitada norma establece que la entidad podrá, por una sola vez, dentro de los quince días siguientes a la presentación de la declaración, adicionar o aclarar la información presentada, en cuyo caso la superintendencia dispondrá de un término de treinta días, contados a partir de la presentación de la adición o aclaración, para pronunciarse definitivamente, y emitido el pronunciamiento o vencido el término sin que se profiera, la declaración quedará en firme.

Si la superintendencia objeta la liquidación presentada, dentro de los sesenta días siguientes a la presentación de la información, la

⁴⁹ Germán Darío Abella Abondano, ob. cit., p. 313.

entidad vigilada contará con un término, por una sola vez, de quince días contados a partir de la fecha de la comunicación de objeción, para controvertir las objeciones, y si la entidad vigilada no lo hace o se allana a las objeciones, la liquidación de la autoridad de supervisión queda en firme, y si lo hace, el pronunciamiento final de la superintendencia tendrá el carácter de definitivo y dejará en firme la respectiva liquidación.

Una vez quede en firme la liquidación, la entidad vigilada dispone de un plazo de diez días hábiles para consignar a favor del Tesoro Nacional el valor de la sanción autoliquidable, y vencido dicho término sin que se haga el pago debido, se empiezan a causar a favor del Tesoro Nacional intereses de mora a la tasa prevista en el artículo 212 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, sustituido por el artículo 45 de la Ley 795 de 2003, que es de 1,5 veces el interés bancario corriente certificado por la Superintendencia Financiera de Colombia para los créditos de consumo del respectivo periodo.

El procedimiento administrativo que nos ocupa está compuesto por las etapas y reglas complementarias que seguidamente se describen:

(a) Inicio de la actuación y práctica de pruebas por la superintendencia antes de formular cargos:

La actuación administrativa para determinar la comisión de infracciones en el mercado de valores e imponer en su caso las sanciones a que haya lugar puede iniciarse bien de oficio, por queja o por traslado de cualquier autoridad (artículo 58 de la Ley de Valores).

Antes de formular cargos, la Superintendencia Financiera de Colombia debe practicar las pruebas que estime necesarias para sustentar los cargos a que haya lugar, conforme a las disposiciones que regulan los medios probatorios y respetando siempre los derechos fundamentales. Ello puede hacerse, por ejemplo, mediante la solicitud de documentos a la entidad vigilada, o en el curso de visitas de inspección, vigilancia y control, dentro de las cuales pueden acopiarse documentos y decretarse y practicarse testimonios, entre otras posibilidades.

A las actuaciones de la autoridad de supervisión en esta materia no se podrá oponer reserva; sin embargo, los documentos que se obtengan seguirán amparados por la reserva conforme a las normas constitucionales y legales.

(b) Divisibilidad del procedimiento:

El procedimiento administrativo sancionatorio es divisible respecto de las personas naturales y jurídicas investigadas, vale decir, dentro de él se puede formular y notificar los cargos personales y los

institucionales de manera separada e imponer las correspondientes sanciones en forma independiente. Sin embargo, cuando se trate de los mismos hechos o de hechos conexos, la Superintendencia Financiera de Colombia debe procurar dar traslado a los investigados en forma simultánea, con el fin de poder confrontar sus descargos, precisando en cada caso cuáles cargos se proponen a título personal y cuáles a título institucional.

(c) Notificaciones:

La notificación de las actuaciones y decisiones que se adopten debe efectuarse en la dirección de la entidad vigilada que aparezca en la Oficina de Registro de la Superintendencia Financiera de Colombia, o en la que haya indicado el investigado en la hoja de vida presentada para su posesión ante la Superintendencia, teniendo en cuenta las actualizaciones que se hayan realizado, según sea el caso.

Cuando la entidad cuente con casillero de correspondencia en la Superintendencia Financiera de Colombia, las notificaciones mediante comunicación, tanto las institucionales como las personales a los administradores indicados en el artículo 22 de la Ley 222 de 1995, podrán hacerse a través de dicho casillero.

Cuando según los registros de la Superintendencia el investigado a título personal hubiere dejado de prestar sus servicios a la entidad vigilada en la que ocurrieron los hechos investigados, la notificación se podrá hacer a la dirección que establezca la Superintendencia mediante la verificación directa o mediante la utilización de guías telefónicas o directorios.

Cuando no sea posible establecer la dirección del investigado por ninguno de los medios antes indicados, la notificación se hará por medio de la publicación de un aviso en un diario de amplia circulación nacional.

Durante el desarrollo del procedimiento administrativo sancionatorio, el investigado o su apoderado pueden informar a la superintendencia una dirección de notificaciones, caso en el cual las notificaciones se deberán hacer a esa dirección, mientras no sea cambiada.

Las notificaciones serán personales, por edicto, por aviso o mediante comunicación. Las decisiones que pongan fin a la actuación administrativa y las que resuelvan el recurso interpuesto contra estas se deben notificar personalmente, o por edicto si el interesado no comparece dentro del término de cinco días siguientes al envío por correo certificado de la citación respectiva. Así mismo, tratándose de actuaciones respecto de quienes al momento de la notificación no ostenten la calidad

de administrador de una entidad vigilada en los términos del artículo 22 de la Ley 222 de 1995, la notificación del pliego de cargos se debe hacer en forma personal.

Los demás actos que se expidan se notificarán por comunicación, esto es, mediante envío por correo certificado de una copia del acto correspondiente a la dirección determinada conforme a las reglas anteriormente reseñadas, y la notificación se entenderá surtida en la fecha de recibo de la comunicación. Cuando la entidad vigilada cuente con casillero de correspondencia en la Superintendencia Financiera de Colombia, la notificación por comunicación podrá hacerse mediante el depósito de copia del acto en el casillero correspondiente, y se entenderá surtida en la fecha de su retiro de este.

(d) Formulación de cargos y término de traslado del pliego de cargos:

Cuando la Superintendencia Financiera de Colombia considere que los hechos investigados constituyen una o más posibles infracciones de las previstas en la Ley 964 de 2005, deberá formular los cargos correspondientes al presunto o los presuntos infractores investigados, mediante acto administrativo motivado, denominado “pliego de cargos”, contra el cual no procede recurso alguno.

El pliego de cargos debe contener una síntesis de los hechos constitutivos de las posibles infracciones, con la precisión que permita al investigado ejercer su derecho de defensa, de las pruebas allegadas hasta ese momento y de las normas que se estiman infringidas, y cuando los cargos formulados se fundamenten en informes de visita, se debe dar traslado del informe respectivo.

Es importante tener presente que el pliego de cargos delimita el alcance de la actuación administrativa sancionatoria, toda vez que esta debe circunscribirse a los hechos investigados que allí se señalen. En consecuencia, la autoridad de supervisión no puede imponer sanciones al investigado por hechos distintos de los indicados en el pliego de cargos.

El término de traslado del pliego de cargo, esto es, el plazo del que el presunto infractor investigado dispone para responderlo, es de treinta días hábiles, contados a partir del día hábil siguiente a su notificación. Durante este término, el expediente estará a disposición del investigado, quien podrá consultarlo y solicitar copias de las piezas procesales que considere pertinentes para su defensa.

La regulación dispone que el traslado es la única oportunidad para que el presunto infractor investigado presente los descargos (defensas) que considere pertinentes, pida y aporte pruebas u objete las pruebas

obtenidas e invocadas por la autoridad de supervisión antes de formular los cargos. Dentro de la actuación administrativa son admisibles todos los medios de prueba reconocidos en el ordenamiento procesal colombiano.

(e) Período probatorio:

Vencido el término de traslado del pliego de cargos, la Superintendencia Financiera de Colombia debe proceder a decretar y practicar las pruebas pedidas por el presunto infractor investigado, siempre que sean conducentes, pertinentes y eficaces para el esclarecimiento de los hechos investigados, señalando el término para su práctica cuando sea del caso, que no podrá exceder de dos meses.

Si la superintendencia considera que una prueba pedida por el investigado no es conducente, pertinente o eficaz, deberá negarla mediante acto administrativo motivado, que es susceptible del recurso de reposición, dentro de los cinco días siguientes a la notificación por comunicación de la providencia. No procede recurso alguno contra el auto que decrete todas las pruebas pedidas, ni contra el auto que decrete pruebas de oficio.

Las pruebas allegadas al procedimiento administrativo sancionatorio se deben valorar por la autoridad de supervisión en su conjunto, conforme a las reglas de la sana crítica, teniendo en cuenta la naturaleza administrativa de la infracción, la índole objetiva de la responsabilidad y las finalidades perseguidas por el régimen sancionatorio.

(f) Decisión de fondo y recursos:

Concluido el período probatorio, la Superintendencia Financiera de Colombia debe realizar la valoración probatoria correspondiente y proferir el acto administrativo (resolución) mediante el cual se adopten las decisiones que en derecho correspondan, sin que la regulación establezca un término máximo para proferir dicho acto administrativo, por lo cual no existe certeza legal sobre la oportunidad en la cual se pronunciará la autoridad, aspecto este que, en nuestra opinión, debería ser precisado por el legislador.

Cuando prosperen las defensas oportunamente propuestas por el presunto infractor investigado, en la resolución que se profiera se dispondrá el archivo de la investigación, y una vez en firme la providencia terminará la actuación administrativa.

Cuando la autoridad de supervisión encuentre probada una o más infracciones, en la resolución que se profiera se impondrá la sanción que se determine aplicable, la cual en todo caso deberá estar debidamente motivada en derecho y fundada en las pruebas obrantes en el expediente.

Contra la resolución que imponga sanciones procede únicamente el recurso de apelación, ante el inmediato superior jerárquico del funcionario que profirió el acto, el cual se debe interponer dentro de los cinco días hábiles siguientes a la notificación del acto administrativo sancionatorio.

La interposición y el trámite de los recursos se sujeta a lo dispuesto en el Código de Procedimiento Administrativo y de lo Contencioso Administrativo

(g) Suspensión de términos:

El término de la actuación administrativa sancionatoria se suspende en los siguientes casos:

- a. Cuando se proponga la recusación o el impedimento respecto de alguno de los funcionarios de la Superintendencia Financiera de Colombia que conoce de la actuación administrativa; y
- b. Durante el período probatorio, por el término que se señale para la práctica de las pruebas decretadas.

(h) Incidentes de nulidad, recusación, impedimentos y denuncias de parcialidad:

Por otra parte, en lo tocante con incidentes de nulidad, recusación, impedimentos y denuncias de parcialidad, el artículo 61 de la Ley de Valores dispone que se propondrán y tramitarán, de conformidad con lo establecido en el Código Contencioso Administrativo y en el Código de Procedimiento Civil, estatutos procesales que se encontraban vigentes al momento de entrada en vigencia de dicha ley y que luego fueron derogados y sustituidos, en su orden, por el Código de Procedimiento Administrativo y de lo Contencioso Administrativo (Ley 1437 de 2011 y sus modificaciones) y el Código General del Proceso (Ley 1564 de 2012 y sus modificaciones), respectivamente.

(i) Caducidad de la facultad sancionatoria, y prescripción de la acción de cobro de la sanción consistente en multa:

En materia de caducidad de la potestad sancionatoria del Estado, el artículo 60 de la Ley de Valores remite a lo dispuesto en el numeral 6 del artículo 208 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, en concordancia con lo previsto en el literal *m* del numeral 4 de la misma norma, o en las disposiciones que los modifiquen o sustituyan, lo cual implica que la facultad que tiene la Superintendencia Financiera de Colombia para imponer sanciones por infracciones del mercado de valores es de tres años, contados así: (1) en las conductas de ejecución

instantánea, desde el día de su consumación; (2) en las conductas de ejecución permanente o sucesiva, desde el día siguiente a la realización del último acto; y (3) en las conductas omisivas, desde el día en que cese el deber de actuar. Si en la actuación administrativa se investigan diferentes conductas, el término de caducidad se debe contar independientemente para cada una de ellas según su naturaleza.

El término de caducidad se interrumpe con la notificación del acto administrativo sancionatorio, a cuyo fin este debe proferirse y notificarse en debida forma dentro del término legal de tres años.

La acción de cobro por jurisdicción coactiva de las multas que imponga la Superintendencia Financiera de Colombia tiene un término de prescripción de cinco años, contados a partir de la fecha de ejecutoria de la providencia que la imponga, y una vez transcurrido dicho término legal la prescripción podrá decretarse de oficio o a solicitud del deudor.

(j) Reserva de la actuación administrativa sancionatoria:

En virtud del mandato contenido en el artículo 62 de la Ley 964 de 2005, las actuaciones que se surtan dentro de los procesos administrativos sancionatorios que adelante la Superintendencia Financiera de Colombia tienen el carácter de reservadas frente a terceros. Las sanciones no serán objeto de reserva una vez se agote la vía gubernativa, sin perjuicio de lo establecido en relación con el principio de revelación dirigida, atrás explicado.

(k) Devolución de multas en caso de anulación del acto administrativo sancionatorio:

En el caso en que el acto administrativo sancionatorio sea anulado por la jurisdicción de lo contencioso administrativo mediante sentencia en firme, y la multa impuesta haya sido pagada a favor del Tesoro Nacional, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público debe proceder a devolver el valor correspondiente a la persona a cuyo favor se haya proferido la sentencia, de conformidad con lo previsto en el artículo 138 del Código de Procedimiento Administrativo y de lo Contencioso Administrativo.

2. LA FUNCIÓN DISCIPLINARIA EN LA ACTIVIDAD DE AUTORREGULACIÓN

Los seres humanos requerimos reglas para convivir de una manera organizada. Por ello establecemos normas de comportamiento o de conducta, controlamos su aplicación y cumplimiento y reclamamos y sancionamos su incumplimiento. La autorregulación es, por tanto, intrínseca a toda actividad humana.

De esta forma, en la medida en que tengamos o persigamos un objetivo común, los seres humanos recurriremos a la autorregulación como un medio de lograrlo. Incluso, aunque hoy en día diferenciemos entre la regulación del Estado y la autorregulación, es preciso señalar que la primera se originó en la segunda, solo que respecto de la regulación del Estado los seres humanos, a partir de un modelo colaborativo, nos hemos puesto de acuerdo para darle una estructura⁵⁰ y unas características muy particulares, como son la necesidad de tener y respetar una autoridad o un poder, la división de los poderes que integran la autoridad, las funciones, el marco de actuación y, lo más importante, sus objetivos: la defensa del orden público, el cumplimiento de la ley y la protección de los derechos de los ciudadanos.

De hecho, el derecho mercantil nació entre los comerciantes a partir de la autorregulación de sus operaciones mercantiles hasta convertirse en parte de la regulación del Estado a través de los códigos de comercio. Ahora bien: dentro de las actividades mercantiles más antiguas se destacan las bolsas⁵¹ como lugares donde se reunían los comerciantes para realizar sus operaciones sometiendo a reglas uniformes de contratación y, a la vez, acordando la forma de aplicarlas y de exigir su cumplimiento, al punto de imponerse sanciones a quienes las infringían, lo que dio origen a la función disciplinaria de las bolsas sobre sus miembros.

Aunque han transcurrido varios siglos desde la creación de estos foros de contratación y hoy se han convertido en mercados sofisticados, en cuanto a agentes, técnicas y activos, actualmente la autorregulación sigue existiendo y siendo necesaria, aún en el marco de la intervención del Estado en ella y en su facultad sancionatoria.

En el caso colombiano, la intervención del Estado en el mercado de valores y su autorregulación no ha sido la excepción⁵², habiéndose hecho expresa la facultad de intervención sobre la autorregulación desde el año 2005⁵³ al calificarla como actividad del mercado de valores. Como se detallará enseguida, en su evolución la autorregulación en Colombia pasó de ser una actividad voluntaria y propia de los intermediarios miembros

⁵⁰ Organización burocrática o burocracia.

⁵¹ Las bolsas son el origen de los actuales mercados de valores.

⁵² Sobre el particular se recomienda ver en la presente obra colectiva “2. Antecedentes históricos normativos” del Anexo I “Evolución y desarrollo normativo del mercado de valores en Colombia”, tomo I, página 142.

⁵³ Artículo 3 letra h Ley 964 de 2005.

de una bolsa⁵⁴, a ser una actividad legalmente obligatoria, ampliada a todos aquellos agentes que realicen la actividad de intermediación de valores y sujeta, en un todo, al ordenamiento jurídico.

El propósito del presente acápite, como su nombre lo indica, es describir y explicar el alcance de la función disciplinaria en la actividad de autorregulación. Para tal efecto, se revisarán los antecedentes y fundamentos de esta función, la naturaleza, el alcance, los sujetos pasivos de la función disciplinaria, el órgano disciplinario del organismo de autorregulación, el proceso disciplinario, las sanciones, el proceso disciplinario en el Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, la responsabilidad de los organismos de autorregulación y demanda de las decisiones ante la jurisdicción ordinaria, la responsabilidad disciplinaria privada y el título de imputación.

A) Antecedentes y fundamentos de la función disciplinaria

Como ya se señaló, en el país la autorregulación en el mercado de valores⁵⁵ ha sido parte esencial de las funciones de las bolsas de

⁵⁴ Modelo adoptado en 1928 con la creación de la primera bolsa de valores.

⁵⁵ La posibilidad de autorregularse tanto en la actividad bursátil como en cualquier otra actividad es aceptada por la legislación nacional y así lo ha reconocido la Corte Constitucional cuando ha señalado que “En Colombia la autorregulación ha obtenido reconocimiento legal expreso en distintos sectores y actividades. Así, por ejemplo, [1] los artículos 641 y 642 del Código Civil reconocen el poder disciplinario de toda asociación privada sobre sus miembros, al disponer que: ‘[l]os estatutos de una corporación tienen fuerza obligatoria sobre ella, y sus miembros están obligados a obedecerlos bajo las penas que los mismos estatutos impongan’, aclarando además que ‘[t]oda corporación tiene sobre sus miembros el derecho de policía correccional que sus estatutos le confieren, y ejercerá este derecho en conformidad a ellos’. [2] En el campo laboral, los artículos 104 a 126 del Código Sustantivo de Trabajo le reconocen al patrono, como consecuencia directa de la relación de subordinación existente, facultad sancionatoria sobre sus trabajadores, habilitándolo para expedir y aplicar el reglamento de trabajo e incluir en él la escala de faltas y procedimientos para su comprobación; escala de sanciones disciplinarias y forma de aplicación de ellas’. [3] Por otra parte, la Ley General de Educación, Ley 115 de 1994, en el artículo 87, faculta a los establecimientos educativos para expedir el manual de convivencia, ‘en el cual se definan los derechos y obligaciones, de los estudiantes’, habilitando a dichos establecimientos para aplicar el derecho sancionador. En esa misma orientación, los artículos 2-5, 36, 58 y 59 de la Ley 675 de 2001, por medio de la cual se expide el Régimen de Propiedad Horizontal, faculta a los órganos de dirección y administración de los edificios y conjuntos sometidos al régimen de propiedad horizontal, para imponer sanciones a los propietarios y residentes por el incumplimiento de obligaciones no pecuniarias, de acuerdo con lo previsto en el respectivo reglamento de propiedad” (sentencia C-692 de 2007).

valores⁵⁶. Es así como con la creación de la Bolsa de Bogotá S. A.⁵⁷ en 1928, bajo el amparo de la autonomía privada y con el objetivo de dar seguridad a las operaciones que a través de la Bolsa se efectuaban, los agentes que participaban en la negociación de valores establecieron en los estatutos sociales un órgano denominado Cámara Disciplinaria y le asignaron el poder disciplinario sobre sus miembros, esto es, la función de velar por el cumplimiento de las normas estatutarias y reglamentarias y la función de juzgar su comportamiento frente a dichas normas⁵⁸. De esta forma podría concluirse que la función disciplinaria de la autorregulación, en esta primera etapa, fue una actividad privada que derivaba de la autonomía contractual y cuyo objetivo era dar seguridad a las operaciones realizadas a través de la Bolsa.

En 1936, a pesar de que se expidió la primera regulación integral sobre las bolsas de valores o de productos y los martillos de valores en el país⁵⁹ y se dispuso que estas estaban sometidas a la vigilancia de la Superintendencia Bancaria⁶⁰, dicha regulación no se refirió a la autorregulación ni a la función disciplinaria de las bolsas sobre sus miembros. Por lo tanto, dicha actividad y función continuó bajo la órbita privada y contractual societaria.

Mediante el Decreto-Ley 2969 de 1960, que reguló íntegramente la materia de las bolsas de valores y los miembros de la Bolsa⁶¹ y que constituye lo que se podría denominar la segunda etapa, el Gobierno Nacional consagró de manera obligatoria la autorregulación bursátil al exigir a las bolsas de valores como funciones la de cumplir con las obligaciones de (1) “[m]antener el funcionamiento de un mercado bursátil debidamente organizado, que ofrezca a los inversionistas y negociantes en títulos o valores y al público en general, condiciones

⁵⁶ Se debe tener en cuenta que en sus inicios el mercado de valores era la misma bolsa de valores, pues los negocios sobre valores solo podían realizarse en dicho recinto.

⁵⁷ Antes de que funcionara la Bolsa de Bogotá S. A. se dieron varios intentos para la creación y funcionamiento de una bolsa pero ninguno se cristalizó. Así mismo, pocos años después de creada la Bolsa de Bogotá S. A. se creó la Bolsa de Colombia (1934), la cual terminó fusionándose con la primera debido al bajo volumen de sus operaciones (1935).

⁵⁸ Escritura Pública número 1702 del 23 de noviembre de 1928 otorgada en la Notaría Tercera de Bogotá.

⁵⁹ Antes de 1936, la Ley 45 de 1923 hacía referencia a los martillos.

⁶⁰ Ley 16 de 1936 y el Decreto 1273 de 1936. Se recomienda ver el anexo I, “Evolución y desarrollo normativo del mercado de valores en Colombia”, del tomo I de la presente obra colectiva, pp. 150 y siguientes.

⁶¹ Ídem.

suficientes de seguridad, honorabilidad y corrección”, (2) “reglamentar las actuaciones de sus miembros” y (3) “[v]elar por el estricto cumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias por parte de sus miembros, evitando especulaciones perjudiciales para los valores inscritos o para la economía nacional” (artículo 3 numerales 2, 4 y 5 respectivamente). Por otra parte, como concreción de la función disciplinaria de las bolsas, en la medida en que la conducta de los miembros no se adecuara a la ley o los reglamentos, el artículo 33 del el Decreto-Ley 2969 en dispuso que la Bolsa debía imponer en los casos que allí se consagraban la suspensión o el retiro del miembro. Tales sanciones, según lo ordena la citada disposición, deberían ser decretadas por el correspondiente órgano disciplinario de la Bolsa de Valores. De esta manera, la ley otorgó a las bolsas funciones explícitas de autorregulación disciplinaria, respecto de las operaciones que en ellas se celebraran y de la conducta de sus miembros de manera que no se afectaran el orden, la seguridad, honorabilidad y corrección que debían existir en el mercado de valores.

Con este marco normativo, en 1961 se creó la Bolsa de Medellín S. A. y en 1983 se creó la Bolsa de Occidente S. A. Así las cosas, a partir de 1960 la autorregulación bursátil y específicamente la función disciplinaria en las tres bolsas de valores que operaban en el país se fundaban en la ley y con base en ella cada bolsa se daba su propio reglamento, definía sus órganos disciplinarios e imponía sanciones a sus miembros. Con la expedición del Decreto-Ley 2969 de 1960 se presentaron interesantes discusiones sobre el alcance y las características del poder sancionatorio de las bolsas, tales como si las decisiones de la cámaras disciplinarias de las bolsas debían ser en derecho o en conciencia, si el poder disciplinario de las bolsas, al surgir de la ley, estaba sometido a las reglas que rigen el poder sancionatorio del Estado, así como sobre la responsabilidad de las bolsas de mantener un mercado debidamente organizado⁶².

En línea con lo anterior, la Ley 27 de 1990, además de exigir que las bolsas de valores debían constituirse como sociedades anónimas y que las sociedades comisionistas miembros de la bolsa debían tener una misma e idéntica participación en su capital social⁶³, se dispuso que en los estatutos de las bolsas se debía prever la existencia obligatoria de

⁶² Conceptos DJ/P/193.87, DJ/P/304.88, Res. 345 04-06-90, entre otros, publicados en el libro *Doctrinas y conceptos de la Superintendencia de Valores*, 1995.

⁶³ Las bolsas de valores eran entidades mutuales y la autorregulación solo se extendía a sus miembros.

órganos sociales de dirección (Consejo Directivo) y de fiscalización y vigilancia de las actividades de sus miembros (Cámara Disciplinaria de la Bolsa). Esta norma señaló, además, que los estatutos de las bolsas debían consagrar una participación razonable y significativa de miembros externos en el Consejo Directivo y en la Cámara Disciplinaria, que representarían a las entidades emisoras de valores inscritos, a los inversionistas institucionales, y a otros gremios y entidades vinculadas a la actividad bursátil y que la Sala General de la CNV determinaría la participación que los miembros externos habrían de tener en el Consejo Directivo y en la Cámara Disciplinaria y el procedimiento que habría de seguirse para efectos de la elección de ellos, para lo cual podría prescindirse del sistema de cuociente electoral previsto por el artículo 436 del Código de Comercio⁶⁴. Con esta normativa se buscó que la estructura de gobierno corporativo de las bolsas, al contar con un órgano directivo y disciplinario con participación de miembros externos, respondiera de una manera más adecuada a la función de autorregulación disciplinaria que deben ejercer sobre sus miembros. Igualmente, con la expedición de esta ley se ratificó la obligación de las bolsas de contar con órganos de fiscalización y vigilancia de las actividades de sus miembros y de imponer sanciones ante las conductas ilícitas en que estos incurrieran, es decir, se confirmó que la función disciplinaria de las bolsas es de origen legal y de carácter obligatorio.

En 1991, la Constitución Política en el artículo 335 calificó como de interés público las actividades del mercado de valores (bursátil) y dispuso que estas solo pueden ser ejercidas previa autorización del Estado y conforme a la ley, y le asignó al Gobierno específicas funciones de inspección, vigilancia y control sobre las personas que las realizan.

En el marco de la nueva Constitución⁶⁵ se expidieron los decretos 2739 de 1991 y 2016 de 1992. El primero de tales decretos dispuso que el Presidente de la República podría delegar en el Superintendente de Valores —hoy Superintendente Financiero— la determinación de la participación que los miembros externos habrían de tener en el Consejo Directivo y en la Cámara Disciplinaria de las bolsas de valores y el procedimiento que habría de seguirse para efectos de la elección de ellos, y el segundo estableció que las bolsas de valores debían velar permanentemente por que los representantes legales de las sociedades

⁶⁴ Primeras reglas de buen gobierno para las bolsas de valores.

⁶⁵ El artículo 52 transitorio de la Constitución de 1991 dispuso que la Comisión Nacional de Valores tendría el carácter de superintendencia.

comisionistas reúnan las más altas condiciones de honorabilidad, profesionalismo e idoneidad en las materias propias del mercado de valores.

En el mismo sentido de lo señalado por el Decreto 2739 de 1991, la primera ley marco expedida bajo la Constitución de 1991, Ley 35 de 1993, facultó a la Sala General de la Superintendencia de Valores para que en desarrollo de la función de intervención determinara la participación que los miembros externos habrían de tener en el Consejo Directivo y en la Cámara Disciplinaria de las bolsas de valores y el procedimiento para su elección.

Después, en el año 2001, las tres bolsas de valores existentes en el país se integraron en una sola bolsa, la Bolsa de Valores de Colombia S. A., y con miras a mejorar sustancialmente el gobierno corporativo de dicha entidad la asamblea de accionistas aprobó la separación del área de supervisión y disciplina del área de administración de la Bolsa. Dicha separación comenzó a regir en junio de 2004 e implicó la creación de un área de supervisión con estructura funcional y presupuestal propia, con la figura del rector del mercado como cabeza del área y como fiscal de los procesos disciplinarios ante la cámara disciplinaria. Se creó también la comisión de supervisión con miembros externos como órgano máximo encargado de velar por el funcionamiento del área de supervisión y del rector y se modificó la composición de la cámara disciplinaria con mayoría de miembros externos, con lo cual se eliminó totalmente la participación de la administración de la Bolsa en ella⁶⁶. De esta forma, la Bolsa de Valores de Colombia cumpliría mediante la autorregulación disciplinaria su cometido de mantener el funcionamiento de un mercado bursátil debidamente organizado, que ofrezca a los inversionistas y negociantes en títulos o valores y al público en general condiciones suficientes de seguridad, honorabilidad y corrección y de velar por el estricto cumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias por parte de sus miembros, evitando especulaciones perjudiciales para los valores inscritos o para la economía nacional.

Para el año 2005, la autorregulación en la bolsa enfrentaba varias críticas, entre otros, por los siguientes factores: (1) era una actividad que se exigía únicamente respecto de las sociedades comisionistas

⁶⁶ Este esquema funcionó de una manera efectiva y eficiente hasta julio de 2006, fecha a partir de la cual se organizó el Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (AMV) en el marco de lo dispuesto por la Ley 964 de 2005. Sobre los resultados de este periodo de la autorregulación disciplinaria en Colombia se recomienda revisar la obra *Doctrina de la autorregulación del mercado de valores en Colombia 2001-2006*, publicado en el año 2007 por la BVC y el AMV.

miembros de una bolsa, mientras que muchas otras entidades intermediaban valores en el mercado de valores sin estar autorreguladas; (2) si bien su fuente era la ley, el procedimiento para imponer sanciones disciplinarias y las facultades para realizar las pruebas carecían de un respaldo legal; y, (3) lo más negativo, las decisiones de los órganos disciplinarios eran demandadas ante la jurisdicción ordinaria como cualquier acto societario, sin que existiera un mecanismo de protección legal para la Bolsa o para los órganos y personas que ejercían la facultad sancionatoria. Por lo anterior, el Gobierno Nacional, que para dicho año estaba preparando una iniciativa legislativa como ley marco del mercado de valores, frente a la disyuntiva de mantener o eliminar la autorregulación disciplinaria, optó por mantenerla, redefinir su alcance y darle un marco legal integral y sólido.

En efecto, mediante la expedición de la Ley 964 de 2005, Ley de Valores, se calificó la autorregulación como una actividad del mercado de valores⁶⁷ y quedó sujeta a la intervención del Estado, tanto por vía de la regulación⁶⁸ como por vía de la supervisión⁶⁹. A su vez, según la citada ley⁷⁰, todos aquellos sujetos que realicen actividades de intermediación de valores⁷¹ están obligados a autorregularse. De la misma forma, la ley definió que el ámbito de la autorregulación comprende las funciones normativa, de supervisión y disciplinaria, y determina el alcance de cada una de estas funciones⁷².

Con la expedición de la Ley 964 de 2005 se redefinió el esquema de autorregulación que operaría en lo sucesivo en el país, tal y como lo explicaremos enseguida.

⁶⁷ Artículo 3, letra h, de la Ley 964 de 2005.

⁶⁸ Artículo 4, letra h, de la Ley 964 de 2005.

⁶⁹ Artículo 3, parágrafo 1.º, de la Ley 964 de 2005.

⁷⁰ Artículo 25 de la Ley 964 de 2005.

⁷¹ Artículo 7.1.1.1.1 y siguientes del Decreto 2555 de 2010.

⁷² Artículo 24 de la Ley 964 de 2005:

“Del ámbito de la autorregulación. La autorregulación comprende el ejercicio de las siguientes funciones:

”a) Función normativa: Consistente en la adopción de normas para asegurar el correcto funcionamiento de la actividad de intermediación;

”b) Función de supervisión: Consistente en la verificación del cumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación;

”c) Función disciplinaria: Consistente en la imposición de sanciones por el incumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación.”

B) *Naturaleza de la función disciplinaria*

La autorregulación no sería efectiva sin la función disciplinaria, la cual actualmente está consagrada en la letra c del artículo 24 de la Ley 964 de 2005 y se define como aquella “[...] Consistente en la imposición de sanciones por el incumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación”. A pesar de que la exposición de motivos de la Ley 964 señaló que “el proyecto establece como función disciplinaria en cabeza de los organismos autorreguladores pertinentes, la obligación de imponer sanciones a aquellos miembros que incumplan las reglas previstas en los respectivos reglamentos y se radica la competencia para supervisar a los organismos autorreguladores en cabeza de la Superintendencia de Valores”, la naturaleza de esta función es de carácter privado y en ningún caso puede calificarse de naturaleza pública.

Es más: la misma ley, en el parágrafo 2 de artículo 25, expresamente establece que la función de autorregulación no tiene el carácter de función pública⁷³. Con ello se confirma su origen contractual, sin perjuicio de que la ley la haya hecho obligatoria y la reglamente mediante normas positivas. En virtud de lo anterior, también es viable afirmar que la función disciplinaria no deriva únicamente de la autonomía de las partes, sino que es una actividad privada especial regulada que se funda en el interés público⁷⁴ como mandato constitucional⁷⁵.

⁷³ La Superintendencia de Valores (hoy Superintendencia Financiera de Colombia) ha sostenido en diversos conceptos que los organismos autorreguladores son de naturaleza privada y las decisiones proferidas por estos no constituyen actos administrativos, ni ejercicio de función pública, pero tampoco simples convenciones particulares (Concepto 2006034168-002). Así mismo, ha sostenido que la naturaleza de la facultad disciplinaria es independiente y diferente de la de inspección y vigilancia ejercida por el Estado (Resolución 110 de 1994 de la Superintendencia de Valores).

⁷⁴ Así también lo reconoció la exposición de motivos de la Ley 964 de 2005 cuando señaló que “Este nuevo concepto de autorregulación no se establece como un mecanismo que reemplace o sustituya la supervisión que le corresponde adelantar a la Superintendencia de Valores. El objetivo es que los organismos autorreguladores colaboren con la Superintendencia de Valores para la preservación de la integridad del mercado, la protección de los inversionistas, la estabilidad sistémica, y en general, en el cumplimiento de la ley y de las normas que la desarrollen o la complementen.

”La disciplina y la autorregulación se fundamentan en la adopción y aplicación de normas de conducta de quienes actúan en el mercado, con el fin de preservar los buenos usos de sus participantes, propender por el cumplimiento de sus compromisos, profesionalizar el mercado y la actividad de los intermediarios y velar por el cumplimiento y efectividad de la regulación”.

⁷⁵ Artículo 335 de la Constitución Política de Colombia.

Así lo concluyó también la Corte Constitucional en la sentencia 692 de 2007:

[...]

La autorregulación en el mercado bursátil no conlleva delegación de funciones públicas, pues se trata en realidad de un sistema complementario de *naturaleza privada* que contribuye con el Estado en la misión de preservar la integridad y estabilidad del mercado, la protección de los inversionistas y el cumplimiento de la ley, garantizando que esa actividad económica sea justa, eficiente y transparente. Desde este punto de vista, la autorregulación y la regulación estatal no son actividades excluyentes, pues las dos se articulan entre sí con un propósito común. Las funciones de regulación y supervisión estatal, en primer orden, y *el mecanismo de la autorregulación privada*, buscan asegurar que por medio de la autorregulación se provea un mercado de valores ordenado donde los inversionistas gocen de amplias garantías de seriedad, honorabilidad y correctividad, de manera que se preserve en todo momento el interés público económico [énfasis agregado].

En los términos antes señalados, se debe colegir que la función disciplinaria que hace parte de la autorregulación del mercado de valores da lugar a lo que se puede llamar el *derecho sancionatorio privado*, a *contrario sensu* del derecho sancionatorio público, que corresponde a aquel en el cual el Estado impone la sanción.

Además, la autorregulación corresponde a una competencia distinta de aquella atribuida a la Superintendencia Financiera. Precisamente, por ser una competencia de naturaleza privada, un sujeto pasivo de la autorregulación podrá ser sancionado por una misma actuación o unos mismos hechos, tanto por el organismo autorregulador como por la Superintendencia Financiera. En este sentido se pronunciaron la Superintendencia de Valores —hoy Superintendencia Financiera— y la Corte Constitucional.

En efecto, mediante la Resolución 110 de 1994, la Superintendencia dijo:

Con lo anterior, un hecho o un conjunto de hechos que da lugar a la transgresión de una norma a la cual está sujeto un agente del mercado público de valores, da lugar a la actividad administrativa sancionatoria del estado, pudiendo esta concurrir simultánea o posteriormente con la actividad de la cámara de una bolsa, sin que ello pueda afirmarse válidamente que el agente quede sujeto a la eventualidad de una doble sanción.

Por su parte, la Corte Constitucional, en la sentencia 692 de 2007 antes citada, señaló:

En consecuencia, quien es titular de la función pública de inspección, vigilancia y control sobre la actividad bursátil, a la luz de la Ley 964 de 2005, es la Superintendencia Financiera de Colombia, en representación del Gobierno Nacional. Frente al mecanismo de autorregulación previsto en la citada ley no hay delegación, ni tampoco duplicidad de funciones, pues unos y otros transitan por senderos jurídicos sustancialmente distintos. La actividad que desarrolla la Superintendencia Financiera responde al cumplimiento de una función pública definida directamente en la Constitución y la ley, mientras que la labor desarrollada por el ente autorregulador se desenvuelve en el escenario del derecho privado, aunque dentro del marco del ordenamiento jurídico, por tratarse de una actividad de interés público. De esa manera, resulta irrelevante que el autorregulador proceda de uno u otro modo respecto de alguno de los agentes sometidos a su competencia, pues, en todo caso, la Superintendencia Financiera está habilitada para ejercer su función pública respecto del mismo sujeto o asunto, sin que se comprometa el principio de *non bis in idem*, ya que se trata de competencias distintas que operan en escenarios diferentes. La primera en el ámbito del derecho privado, la segunda en el campo del derecho público.

Ahora: aunque se trate de facultades de diferente naturaleza, el marco normativo vigente permite, en todo caso, que los organismos autorreguladores en ejercicio de la función disciplinaria puedan coordinar su actividad con la autoridad administrativa o colaborar con esta última para el adecuado ejercicio de sus funciones de inspección y vigilancia. Por ejemplo, por una parte, según lo dispuesto en el inciso 3.º del artículo 29 de la Ley 964, las pruebas recaudadas por quien ejerza funciones disciplinarias podrán ser trasladadas a la Superintendencia de Valores —hoy Superintendencia Financiera—, en ejercicio de su facultad sancionatoria. Igualmente, las pruebas recaudadas por la Superintendencia podrán trasladarse a quien ejerza funciones disciplinarias, sin perjuicio del derecho de contradicción. Por otra parte, en el artículo 30 del Decreto 1565 de 2006, hoy incorporado en el artículo 11.4.5.1.2 del Decreto 2555 de 2010, se prevé la posibilidad de suscribir memorandos de entendimiento como mecanismos de coordinación entre la Superintendencia Financiera de Colombia y los organismos de autorregulación en materia disciplinaria, de supervisión y de investigación.

C) Alcance de la función disciplinaria

Como lo señala la Ley 964 de 2005 en la letra c del artículo 24, el alcance de la función disciplinaria es la imposición de sanciones por el incumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación. A su vez, el artículo 29 de la misma ley enumera varias actividades que corresponden a la función disciplinaria, a saber:

- a. Establecer procedimientos e iniciar de oficio o a petición de parte acciones disciplinarias por el incumplimiento de los reglamentos de autorregulación y de las normas del mercado de valores.
- b. Decidir sobre las sanciones disciplinarias aplicables e informar a la Superintendencia de Valores —hoy Superintendencia Financiera— sobre las decisiones adoptadas en materia disciplinaria.
- c. Decretar, practicar y valorar pruebas.
- d. Determinar la posible responsabilidad disciplinaria de las personas investigadas dentro de un proceso disciplinario.
- e. Imponer las sanciones disciplinarias establecidas en los reglamentos, garantizando en todo caso el derecho de defensa y el debido proceso.

No obstante lo anterior, tanto el Decreto 1565 de 2006, incorporado en el Decreto 2555 de 2010, como el Reglamento del Autorregulador del Mercado de Valores, se refieren a dicho alcance de manera concreta.

Efectivamente, por una parte, el artículo 21 del Decreto 1565, que corresponde al artículo 11.4.3.1.5 del Decreto 2555, dispone que la función disciplinaria de los organismos de autorregulación consiste en la investigación de hechos y conductas con el fin de determinar la responsabilidad por el incumplimiento de las normas del mercado de valores, de los reglamentos de autorregulación y de los reglamentos de las bolsas de valores, de los sistemas de negociación y de los sistemas de registro, al igual que iniciar procesos e imponer las sanciones a que haya lugar.

Por la otra, el Reglamento del Autorregulador señala que la función disciplinaria consiste en la investigación de hechos y conductas con el fin de determinar la responsabilidad por el incumplimiento de la normatividad aplicable, así como el juzgamiento de ellas. Además, el Reglamento del Autorregulador detalla las actividades que en desarrollo de la función disciplinaria tal autoridad puede adelantar; estas son:

- a. Instrucción de procesos disciplinarios, incluyendo, entre otros, la solicitud formal de explicaciones, el decreto, práctica y recaudo de pruebas, la evaluación de las explicaciones y la formulación de los cargos.
- b. Adelantar las investigaciones que se requieran, en relación con las actividades de intermediación por parte de los sujetos de autorregulación.
- c. Requerimiento de información a los sujetos de autorregulación y a terceros que sean necesarias en desarrollo de investigaciones y procesos disciplinarios.
- d. La negociación y suscripción de acuerdos de terminación anticipada.
- e. Las funciones de juzgamiento a cargo del Tribunal Disciplinario, mediante la imposición de las sanciones a que haya lugar.
- f. Todas las demás gestiones relacionadas con la iniciación, trámite y finalización de procesos disciplinarios, así como cualquier otra asociada con las actividades anteriormente referidas.

Así las cosas, en resumen, el alcance de la función disciplinaria de la autorregulación en el mercado de valores cubija la investigación de hechos y conductas con el fin de determinar la responsabilidad por el incumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación⁷⁶, al igual que el juzgamiento de aquellos y la imposición de sanciones.

En todo caso, se debe tener en cuenta que la función disciplinaria hace parte de un todo que es la actividad de autorregulación en el mercado de valores, la cual se predica única y exclusivamente de quienes realizan actividades de intermediación de valores en el mercado de valores⁷⁷. Por lo tanto, es necesario dejar en claro que su alcance también está limitado a la actividad de intermediación, tal y como lo establece el artículo 3.º del Decreto 1565 de 2006, hoy artículo 11.4.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010, es decir, en relación con las actuaciones de los intermediarios de valores, tanto en los sistemas de negociación como en el mercado mostrador, así como en relación con las demás actuaciones propias de la actividad de intermediación, incluyendo las relaciones de los intermediarios con sus clientes. No obstante lo anterior, como lo señala la misma norma la función disciplinaria también se puede

⁷⁶ También de los reglamentos de las bolsas de valores, de los sistemas de negociación y de los sistemas de registro.

⁷⁷ Artículo 25 de la Ley 964 de 2005.

adelantar respecto de cualquier actividad, operación, servicio, producto o participación en mercados que realicen las entidades sujetas a la inspección, vigilancia y control de la Superintendencia Financiera de Colombia o entidades que desarrollen actividades afines el mercado financiero, asegurador y de valores, cuando estas lo soliciten voluntariamente, de manera individual o colectiva, o cuando la normatividad vigente así lo exija.

D) Sujetos pasivos de la función disciplinaria

Por disposición legal⁷⁸, quienes realicen actividades de intermediación de valores están obligados a autorregularse, obligación que, conforme al artículo 1.º del Decreto 1565 de 2006, hoy artículo 11.4.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010, se entenderá cumplida siempre y cuando sobre la actividad de intermediación de valores se surtan en todo momento las funciones normativa, de supervisión y disciplinaria por parte de uno o más organismos de autorregulación de los cuales sea miembro el intermediario de valores⁷⁹. Por tanto, la membresía en un organismo de autorregulación será necesaria para poder actuar en el mercado de valores (segundo inciso del artículo 1.º del Decreto 1565 de 2006). En esa medida, los sujetos pasivos de la función disciplinaria son los intermediarios de valores que deberán ser miembros de un organismo de autorregulación. Así mismo, la Ley de Valores señala que los procesos y acciones disciplinarias se podrán dirigir tanto a los intermediarios del mercado de valores como a las personas naturales vinculadas⁸⁰.

A partir de la exigencia de la membresía, el artículo 2.º del Decreto 1565 de 2006 incorporado en el artículo 11.4.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 enumera como sujetos de autorregulación de un organismo de autorregulación, respecto de los cuales ejercerán sus funciones, incluida la función disciplinaria, a los siguientes:

1. Los intermediarios de valores que sean miembros de los organismos de autorregulación, ya sean personas naturales o jurídicas, quienes estarán sujetos a los reglamentos de autorregulación.

⁷⁸ Artículo 25 de la Ley 964 de 2005.

⁷⁹ Según el artículo 29 de la Ley 964 de 2010, ningún organismo de autorregulación aceptará como uno de sus miembros a una persona jurídica o natural, que en los términos de la ley no se encuentre registrada como intermediario en el mercado de valores.

⁸⁰ Último inciso del artículo 29 de la Ley 964 de 2005.

2. Las personas naturales vinculadas a cualquier intermediario de valores que sea miembro del organismo de autorregulación⁸¹, aun cuando tales personas no se encuentren inscritas previamente en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores⁸², RPMV ni hayan sido inscritas en el organismo autorregulador, de conformidad con lo previsto en el artículo 11.4.6.1.3 del Decreto 2555 de 2010.

Finalmente, el artículo 2.º del Decreto 1565 de 2006 incorporado en el artículo 11.4.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 señala que la vinculación de una persona natural a un intermediario de valores que sea miembro de un organismo de autorregulación implica que este podrá ejercer sus funciones en relación con dicha persona, así como la aceptación de los reglamentos de autorregulación y de los reglamentos de las bolsas de valores, de los sistemas de negociación y de los sistemas de registro donde opera el respectivo intermediario.

Por su parte, el Reglamento del Autorregulador del Mercado de Valores califica como sujetos de autorregulación a los miembros⁸³, los asociados autorregulados voluntariamente⁸⁴ y sus personas naturales vinculadas⁸⁵.

⁸¹ Según el párrafo del artículo 11.4.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, se entiende por personas naturales vinculadas a cualquier intermediario de valores a los administradores y demás funcionarios del respectivo intermediario, independientemente del tipo de relación contractual, en cuanto participen, directa o indirectamente, en la realización de actividades propias de la intermediación de valores.

⁸² Segundo inciso del artículo 31 de la Ley 964 de 2005.

⁸³ “Miembro: Intermediario de valores aceptado como miembro del AMV” (artículo 1. Definiciones del Reglamento del Autorregulador del Mercado de Valores).

⁸⁴ “Asociado Autorregulado Voluntariamente: Aquellas personas que si bien no son intermediarios de valores, deciden autorregularse voluntariamente, siempre y cuando hayan sido aceptadas en tal calidad por parte de AMV.

”Los asociados autorregulados voluntariamente y las personas naturales vinculadas a los mismos tendrán los mismos deberes y derechos que se establecen en el presente Reglamento para los miembros y sus personas naturales vinculadas” (artículo 1. Definiciones del Reglamento del Autorregulador del Mercado de Valores).

⁸⁵ “Persona Natural Vinculada (PNV): Administradores y demás funcionarios vinculados a los miembros o a un asociado autorregulado voluntariamente, independientemente del tipo de relación contractual, en cuanto participen, directa o indirectamente en la realización de actividades propias de la intermediación de valores y a la gestión de riesgos y de control interno asociada a ésta, aun cuando tales personas no se encuentren inscritas previamente en el Registro Nacional del Profesionales del Mercado de Valores o no hayan sido inscritas en el organismo autorregulador” (artículo 1. Definiciones del Reglamento del Autorregulador del Mercado de Valores).

E) Órgano disciplinario del organismo de autorregulación

Como se señaló en la primera parte de este artículo, el órgano disciplinario mediante el cual las bolsas desarrollaban su función disciplinaria se denominaba “cámara disciplinaria”. Por esta razón, la Ley de Valores dispuso que mientras no se estableciera lo contrario, las bolsas de valores continuarían ejerciendo por intermedio de sus órganos las funciones de autorregulación, en los términos en que actualmente las cumplen⁸⁶, y que la función disciplinaria podría continuar ejerciéndose mediante cámaras disciplinarias en los términos y condiciones que determine el Gobierno Nacional⁸⁷.

El Gobierno Nacional, en efecto, mediante el artículo 22 del Decreto 1565 de 2006, hoy artículo 11.4.3.1.6 del Decreto 2555 de 2010, dispuso que los organismos de autorregulación que adelanten la función disciplinaria deberán contar con un órgano disciplinario, el cual será encargado de las funciones de decisión. Para la conformación de dicho órgano se tendrán en cuenta por lo menos las siguientes reglas:

- a. Todos los miembros del órgano disciplinario deberán ser nombrados por el consejo directivo, y tendrán un período fijo.
- b. Por lo menos la mitad de los miembros del órgano disciplinario deberán ser independientes. Para estos efectos, se entenderá que una persona natural es independiente si no es funcionario de un intermediario de valores que participa directamente en actividades de intermediación o se encuentre en los supuestos en el artículo 12 del Decreto 1565 de 2006 incorporado en el del artículo 11.4.2.1.8 del Decreto 2555 de 2010, excepto el previsto en el literal b⁸⁸.

⁸⁶ Parágrafo 1.º del artículo 25 de la Ley 964 de 2005.

⁸⁷ Ídem.

⁸⁸ “Artículo 11.4.2.1.8 (Artículo 12 Decreto 1565 de 2006). Independencia de los directores. Para los efectos del presente Libro, se entenderá como director independiente cualquier persona natural que se encuentre en las siguientes situaciones:

”a) No sea funcionario o directivo del organismo autorregulador o de alguna de sus filiales, subsidiarias o controlantes, ni haya tenido tal calidad durante el año inmediatamente anterior a la designación, salvo que se trate de la reelección de una persona independiente;

”b) No sea funcionario o directivo de algún intermediario de valores, de una bolsa de valores, de una sociedad administradora de sistemas de negociación o de una entidad administradora de un sistema de registro, ni haya tenido tal calidad durante el año inmediatamente anterior a su elección;

- c. Los miembros del órgano disciplinario deberán contar con un alto nivel de integridad moral credibilidad en el sector financiero o bursátil.
- d. Los miembros del órgano disciplinario deberán contar con una experiencia mínima de cinco años en el mercado financiero o bursátil.

Según lo dispuesto en el artículo 21 del Decreto 1565 de 2006 incorporado en el artículo 11.4.3.1.5 del Decreto 2555 de 2010, en desarrollo de la función disciplinaria los organismos autorreguladores deben establecer en sus reglamentos, como mínimo, los siguientes aspectos:

- a. Que las labores de investigación se encuentren separadas de las labores de decisión.
- b. Las medidas tendientes a asegurar la eficacia de los resultados del procedimiento disciplinario.
- c. Las etapas de iniciación, desarrollo y finalización del proceso disciplinario, garantizando en todo momento el derecho de defensa y el debido proceso.
- d. Los mecanismos para la terminación anticipada de los procesos disciplinarios.
- e. El procedimiento para el decreto, práctica y traslado de pruebas.

”c) No sea beneficiario real de más del cinco por ciento (5%) del capital de algún intermediario de valores, de una bolsa de valores, de una sociedad administradora de sistemas de negociación o de una entidad administradora de un sistema de registro, ni haya tenido tal calidad durante el año inmediatamente anterior a su elección;

”d) No sea socio o empleado de asociaciones o sociedades que presten servicios a los intermediarios de valores, a sus matrices o subordinadas, cuando los ingresos por dicho concepto representen para aquellos el veinte por ciento (20%) o más de sus ingresos operacionales;

”e) No sea funcionario o directivo de una fundación, asociación o sociedad que reciba donativos de los intermediarios de valores que representen más del veinte por ciento (20%) del total de donativos recibidos por la respectiva institución;

”f) No se encuentre prestando, personalmente o por medio de una persona jurídica, asesoría a un intermediario de valores o una persona natural vinculada con este en un proceso disciplinario ante el organismo autorregulador ni lo haya hecho durante el año inmediatamente anterior a su elección;

”g) No sea administrador de una entidad en cuya junta directiva participe un representante legal del organismo autorregulador;

”h) No sea cónyuge, compañero permanente o pariente hasta el segundo grado de consanguinidad o primero de afinidad de algunas de las personas mencionadas en los literales anteriores del presente artículo.”

- f. El procedimiento para tramitar impedimentos y recusaciones de los miembros del órgano disciplinario.
- g. Las clases de sanciones aplicables y criterios de graduación.
- h. La forma de notificar las decisiones así como los recursos que caben contra las mismas.
- i. Mecanismos para garantizar el cumplimiento de la sanción impuesta.
- j. Forma en que se certificarán los antecedentes disciplinarios de los miembros.

En cumplimiento de lo anterior, el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV)⁸⁹ estableció como órgano disciplinario en su Reglamento al Tribunal Disciplinario del Autorregulador del Mercado de Valores. Dicho órgano se regula en el título 9 del Reglamento del AMV y le corresponde el ejercicio de la función de juzgamiento o decisión de los procesos que lleguen a su conocimiento, mediante las salas de decisión, en primera instancia, y la Sala de Revisión, en segunda instancia.

F) *Proceso disciplinario*

El procedimiento disciplinario es el medio por el cual los organismos autorreguladores cumplen de manera principal su función disciplinaria. Como se explicará adelante, el proceso, si bien debe respetar en todo momento el debido proceso y el derecho de defensa, es flexible y ágil, incluso nada se opone a que se desarrolle de manera oral. En este sentido, el artículo 32 de la Ley de Valores dispone que cuando haya lugar a un proceso disciplinario, el organismo de autorregulación que ejerza las funciones disciplinarias deberá formular los cargos, notificar al miembro y dar la oportunidad para ejercer el derecho de defensa. También se deberá llevar una memoria del proceso, lo cual elimina el carácter formal del proceso.

Además, en desarrollo del principio de legalidad⁹⁰, la norma citada exige que el proceso disciplinario esté soportado tanto por la conducta que el miembro o las personas vinculadas a este desarrollaron como por la norma del mercado de valores o del reglamento del autorregulador que específicamente incumplieron y, en caso de que exista, la sanción impuesta y la razón de ella.

⁸⁹ En Colombia por un acuerdo de industria solo existe un organismo autorregulador.

⁹⁰ Artículo 29 de la Constitución Política.

Los elementos que deben soportar el proceso disciplinario se traducen en una lista de actuaciones mínimas que deben realizarse dentro dicho proceso, que según el artículo 24 del Decreto 1565 de 2006 incorporado en el artículo 11.4.4.1.2 del Decreto 2555 deben estar previstas en el reglamento del organismo autorregulador. Tales actuaciones son las que se indican a continuación:

- a. La comunicación formal de la apertura del proceso disciplinario.
- b. La oportunidad para que la persona investigada de respuesta a la comunicación formal de apertura del proceso disciplinario, la cual podrá ser verbal o escrita. En esta misma oportunidad podrá allegar y solicitar las pruebas que desee hacer valer en el proceso.
- c. El traslado al investigado de todas y cada una de las pruebas y su posibilidad de contradicción.
- d. Cuando a ello haya lugar, la formulación de los cargos imputados, que puede ser verbal o escrita, en la cual consten, de manera clara y precisa, las infracciones disciplinarias en que presuntamente se incurrió por los hechos o conductas objeto de investigación.
- e. La indicación de un término durante el cual el imputado pueda formular sus descargos y controvertir las pruebas en su contra y solicitar aquellas que considere aplicables.
- f. El pronunciamiento verbal o escrito que impone la sanción o exonera al imputado, el cual debe ser motivado y congruente con los cargos formulados.
- g. La posibilidad de controvertir, mediante los recursos previstos en el respectivo reglamento, las decisiones adoptadas.
- h. Los mecanismos que permitan la resolución anticipada del procedimiento.

Otras características que se deben resaltar respecto del proceso disciplinario, según la norma en cita, son las siguientes:

- a. Los reglamentos de los organismos de autorregulación podrán prever un procedimiento sancionatorio abreviado, mediante el cual la formulación de cargos coincida con la apertura del procedimiento disciplinario, para los casos en los cuales la naturaleza objetiva de la infracción así lo justifique.
- b. Las actuaciones verbales en los procesos disciplinarios deberán ser registradas mediante mecanismos técnicos que permitan su consulta oportuna.

- c. La Superintendencia Financiera de Colombia no podrá revisar las decisiones disciplinarias de los organismos de autorregulación, sin perjuicio de la posibilidad de iniciar actuaciones administrativas en relación con los mismos hechos.

En cuanto a las pruebas, el artículo 25 del Decreto 1565 de 2006 incorporado en el artículo 11.4.4.1.3 del Decreto 2555 de 2010 señala que los procesos disciplinarios tendrán libertad probatoria. Por lo tanto, en los procedimientos disciplinarios podrá emplearse cualquier medio de prueba legalmente recaudado. Es relevante mencionar que en el desarrollo del proceso disciplinario los miembros del organismo autorregulador, las personas naturales vinculados a estos, aquellos con quienes dichos miembros celebren operaciones, los clientes de unos y otros, las bolsas de valores, los administradores de sistemas de negociación y los administradores de sistemas de registro, así como los terceros que pueda contar con información relevante, podrán ser requeridos para el suministro de información en su poder.

Como ya se señaló, las pruebas recaudadas por la Superintendencia Financiera de Colombia en ejercicio de sus funciones podrán ser trasladadas a los organismos de autorregulación, y viceversa, las pruebas recaudadas por los organismos de autorregulación deberán trasladarse a la Superintendencia Financiera de Colombia cuando esta lo requiera.

Así mismo, el proceso disciplinario que adelanten los organismos de autorregulación en ejercicio de su función disciplinaria deberá observar los principios de proporcionalidad, revelación dirigida, contradicción, efecto disuasorio, oportunidad, economía y celeridad⁹¹.

Los principios de proporcionalidad, revelación dirigida, contradicción y efecto disuasorio tendrán el significado señalado en el artículo 51 de la Ley 964 de 2005⁹².

Respecto del principio de oportunidad, el artículo 11.4.4.1.1 del Decreto 2555 de 2010 precisa que los organismos de autorregulación

⁹¹ Artículo 32 de la Ley 964 de 2005 y artículo 11.4.4.1.1 del Decreto 2555 de 2010.

⁹² Artículo 51 de la Ley 964 de 2005:

“Principios. La facultad sancionatoria administrativa de la Superintendencia de Valores se orienta y ejerce de acuerdo con los siguientes principios:

”a) Principio de proporcionalidad, según el cual la sanción deberá ser proporcional a la infracción;

”b) Principio disuasorio de la sanción, según el cual la sanción buscará evitar que los participantes del mercado vulneren la norma que dio origen a la misma;

evaluarán el costo y beneficio de la iniciación de procesos disciplinarios y señala que podrán optar por no iniciar actuaciones de índole disciplinaria si la infracción no lo amerita. Para tal efecto, se tendrá en cuenta que la autorregulación busca el correcto funcionamiento de la actividad de intermediación de valores, así como los costos asociados al despliegue de la actividad disciplinaria frente a los posibles resultados y a la materialidad y los efectos de la conducta reprochable, entre otros aspectos. Lo anterior, sin perjuicio de la posibilidad de la utilización de mecanismos para prevenir la reiteración de infracciones, como la suscripción de planes de ajuste o la remisión de comunicaciones formales de advertencia.

En cuanto al principio de economía, la norma referida señala que los organismos de autorregulación deben adoptar, interpretar y aplicar normas de procedimiento de tal forma que las actuaciones se adelanten de manera eficaz y sin incurrir en costos innecesarios.

Por último, sobre el principio de celeridad se exige que los organismos de autorregulación impulsen los procesos de manera ágil, evitando dilaciones injustificadas.

Finalmente, el párrafo del artículo 32 de la Ley de Valores y en el mismo sentido el último inciso del artículo 23 del Decreto 1565 de 2006 incorporado en el artículo 11.4.4.1.1 Decreto 2555 de 2010⁹³ señalan que los procesos disciplinarios que adelanten los organismos de autorregulación se registrarán exclusivamente por los principios y el procedimiento contenidos en la Ley de Valores y en las demás normas que la desarrollen. Por tal razón, al proceso disciplinario no se le pueden aplicar principios distintos a los indicados, ni reglas o procedimientos de otros procesos, como, por ejemplo, el penal o el administrativo sancionatorio.

”c) Principio de la revelación dirigida, de acuerdo con el cual la Superintendencia de Valores podrá determinar el momento en que divulgará al público determinada sanción, en los casos en los cuales la revelación de la misma pueda poner en riesgo la estabilidad del mercado;

”d) Principio de contradicción, de acuerdo con el cual la Superintendencia de Valores tendrá en cuenta los descargos que hagan las personas a quienes se les formuló pliego de cargos y la contradicción de las pruebas allegadas regular y oportunamente al proceso administrativo sancionatorio.”

⁹³ El último inciso del artículo 11.4.4.1.1 del Decreto 2555 de 2010 señala que “los procesos disciplinarios que adelanten los organismos de autorregulación se registrarán únicamente por los principios señalados en este artículo y el procedimiento será el establecido en los reglamentos”.

Las decisiones sancionatorias, una vez en firme, y los acuerdos de terminación anticipada se enviarán a la Superintendencia Financiera de Colombia con destino al Sistema de Información del Mercado de Valores, y deberán publicarse por un medio idóneo que permita su difusión entre los miembros del organismo autorregulador y el público en general⁹⁴. De esta forma, además de la publicidad de la sanción, se busca el cumplimiento del principio disuasorio de la sanción, esto es, evitar que los participantes del mercado vulneren la norma que dio origen a aquella.

G) *Sanciones*

El artículo 11.4.4.1.6 del Decreto 2555 de 2010 dispone que las sanciones de carácter disciplinario que pueden imponer los organismos de autorregulación podrán tener la forma de expulsión, suspensión, limitación de actividades, funciones y operaciones, multas, censuras, amonestaciones y otras que se consideren apropiadas y que no riñan con el ordenamiento jurídico. Dichas sanciones deberán estar previstas antes de su imposición en el reglamento del organismo de autorregulación.

H) *El proceso disciplinario en el Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia*

En el marco de la regulación de la actividad de autorregulación expedida por el Gobierno Nacional en virtud de las facultades de intervención de la Ley de Valores, sin perjuicio de la autonomía que corresponde a los organismos autorreguladores⁹⁵, el AMV dictó su propio reglamento de autorregulación, el cual fue aprobado por la Superintendencia Financiera de Colombia, y en su libro 3 contiene las reglas a las que debe sujetarse el proceso disciplinario⁹⁶. La estructura del proceso disciplinario del Autorregulador es la siguiente:

a. Sujetos pasivos: Serán sujetos pasivos de los procesos disciplinarios los sujetos de autorregulación, es decir, los miembros, los asociados autorregulados voluntariamente y sus personas naturales vinculadas. La calidad de sujeto pasivo del proceso disciplinario deriva

⁹⁴ Artículo 11.4.4.1.5 Decreto 2555 de 2006.

⁹⁵ Letra h del artículo 4.º de la Ley 964 de 2005.

⁹⁶ El Reglamento del Autorregulador está publicado en la página virtual.

de las condiciones que tenga el investigado en el momento en que haya realizado las conductas y no de las que tenga en el momento en que se lleve a cabo el proceso.

b. Finalidad y etapas del proceso disciplinario: El proceso disciplinario del AMV tiene como finalidad determinar la responsabilidad por el incumplimiento de la normatividad aplicable y estará conformado por dos etapas: una etapa de investigación y una etapa de decisión. La etapa de investigación estará a cargo del presidente del AMV y los funcionarios que dependan de éste y tendrá como finalidad examinar y establecer los hechos o conductas, recaudar o practicar las pruebas pertinentes, archivar las investigaciones cuando no exista mérito para continuar con el trámite del proceso, o remitir el pliego de cargos al Tribunal Disciplinario con el propósito de que los hechos, conductas y las correspondientes pruebas sean puestos en su conocimiento. La etapa de decisión estará a cargo del Tribunal Disciplinario del AMV y tendrá como finalidad la determinación de la existencia o inexistencia de responsabilidad disciplinaria de las personas investigadas en el caso respectivo.

c. Pruebas: Los procesos disciplinarios tendrán libertad probatoria. En tal sentido, podrá emplearse cualquier medio de prueba recaudado, entre otros los medios físicos o electrónicos que sean útiles para la formación del convencimiento. Con el documento mediante el cual se rindan las explicaciones deberán acompañarse todas las pruebas que el investigado pretenda hacer valer. No obstante, si el investigado demuestra sumariamente que no le ha sido posible aportar determinada prueba, podrá solicitar que la decrete el AMV, señalando expresamente lo que se pretende probar con la práctica de ella.

d. Terminación anticipada del proceso: A partir del momento en que el investigado rinda las explicaciones y hasta antes de que se produzca el fallo de la sala de decisión correspondiente, el investigado y el presidente del AMV o el vicepresidente de Cumplimiento y Disciplina o el gerente de Investigación y Disciplina podrán acordar la sanción respectiva por los hechos e infracciones investigados y por esta vía llegar a la resolución anticipada del procedimiento.

e. Instancias: El proceso disciplinario tiene dos instancias: la de decisión y la de revisión. Cada instancia se surte ante salas conformadas por miembros distintos. En consecuencia, en caso de existir desacuerdo con la decisión proferida por la respectiva sala de decisión, los investigados, así como el AMV, podrán interponer recurso de apelación tanto

contra la determinación adoptada por la Sala de Decisión mediante la cual se decida en primera instancia el proceso disciplinario, como contra la determinación adoptada por la sala de decisión mediante la cual se decide no aprobar un acuerdo de terminación anticipada. En todo caso, el recurso de apelación tendrá efectos suspensivos respecto del acto impugnado.

f. Medidas preventivas. En cualquier momento, con el objeto de prevenir que se produzca o se continúe la producción de un perjuicio o de asegurar la eficacia del proceso disciplinario, el presidente del AMV, previo concepto favorable de la sala de revisión del Tribunal Disciplinario, podrá ordenar la adopción de las medidas preventivas que considere pertinentes, tales como la constitución de garantías especiales, la divulgación de información o la suspensión parcial de una o varias de las actividades de intermediación de valores por parte de los miembros de AMV y de las personas naturales vinculadas al miembro.

g. Sanciones: Podrán imponerse las siguientes sanciones: A las personas naturales, amonestación, multa, suspensión o expulsión; y a las personas jurídicas, amonestación, multa o expulsión.

I) *Responsabilidad de los organismos de autorregulación y demanda de las decisiones ante la jurisdicción ordinaria*

Una norma de trascendental importancia de la Ley de Valores es la referida a la responsabilidad de los organismos de autorregulación⁹⁷. Según esta regla, los organismos de autorregulación responderán civilmente solo cuando exista culpa grave o dolo. En estos casos los procesos de impugnación se tramitarán por el procedimiento establecido en el artículo 421 del Código de Procedimiento Civil⁹⁸ y solo podrán proponerse dentro del mes siguiente a la fecha de la decisión de última instancia que resuelva el respectivo proceso.

Posteriormente, el artículo 73 de la Ley 1328 de 2009 precisó, respecto de la impugnación de las decisiones de los organismos autorreguladores, que los procesos de impugnación de las decisiones de los organismos autorreguladores a que se refiere el párrafo 3.º del artículo 25 de la Ley 964 de 2005 solamente podrán proponerse contra el

⁹⁷ Párrafo 3 del artículo 25 de la Ley 964 de 2005.

⁹⁸ Artículo 382 de la Ley 1564 de 2012 (Código General del Proceso).

organismo autorregulador respectivo y que el juez deberá rechazar de plano la demanda, cuando se formule contra persona jurídica diferente, o contra una persona natural.

Por su parte, el artículo 37 del Decreto 1565 de 2006 incorporado en el artículo 11.4.7.1.1 del Decreto 2555 de 2010, en concordancia con la Ley de Valores, señala que de conformidad con el parágrafo 3.º del artículo 25 de la Ley 964 de 2005, las decisiones de los organismos de autorregulación podrán impugnarse ante la jurisdicción ordinaria cuando exista culpa grave o dolo. Para estos casos, los procesos de impugnación se tramitarán por el procedimiento establecido en el artículo 421 del Código de Procedimiento Civil, hoy artículo 382 del Código General del Proceso, y solo podrán proponerse dentro del mes siguiente a la fecha de la decisión de última instancia que resuelva el respectivo proceso.

El anterior marco normativo, por una parte, asimila la responsabilidad de los organismos de autorregulación a la responsabilidad de los jueces en Colombia, lo cual fortalece la función disciplinaria privada y, por la otra, permite que quienes resulten sancionados por el organismo autorregulador, una vez surtidas las dos instancias del proceso disciplinario, impugnen ante la jurisdicción ordinaria las decisiones definitivas de los órganos disciplinarios, claro está, dentro de los límites antes indicados.

Esto significa que el poder sancionatorio de los organismos disciplinarios no es ilimitado, pues el procedimiento, el proceso y sus decisiones deben respetar el orden público, representado, entre otros, en el debido proceso y el derecho de defensa.

En todo caso, debe quedar claro que la jurisdicción ordinaria no es otra instancia en el proceso disciplinario y que la facultad que tiene dicha jurisdicción sobre las decisiones es revisarlas a la luz de su validez o legalidad, como se dijo, frente al debido proceso y el derecho de defensa, pero no respecto del contenido de la decisión, la cual debe respetar pues se trata de la decisión de un juez de naturaleza privada.

J) *La responsabilidad disciplinaria privada
y el título de imputación*

Para terminar, un aspecto que es necesario mencionar en materia del derecho privado sancionatorio es el relacionado con los presupuestos de la responsabilidad disciplinaria y el título de imputación. Desafortunadamente, en la presente obra colectiva no fue posible abordar un

estudio profundo de este tema, pero no se debe dejar de señalar cómo ha sido planteado hasta el momento por la autoridad disciplinaria de la autorregulación.

Los títulos clásicos de imputación de responsabilidad disciplinaria han sido la imputación de responsabilidad subjetiva y la responsabilidad objetiva. La primera se basa en la exigencia de la culpabilidad como requisito indispensable de la ilicitud de la conducta y la segunda prescinde de la culpa del sujeto como factor de atribución de responsabilidad, siendo suficiente para imputarle responsabilidad la comisión de un hecho infractor causante de un daño cualquiera.

Al respecto la Corte Constitucional ha sostenido que, por definición, la culpa es el título de imputación en el ámbito del derecho sancionatorio⁹⁹.

Por el contrario, “La imposición de sanciones por responsabilidad objetiva es de carácter excepcional en el régimen constitucional colombiano y se encuentra por ello sujeta a estrictos requisitos. En efecto, las sanciones por responsabilidad objetiva se ajustan a la Carta siempre y cuando (1) carezcan de la naturaleza de sanciones que la doctrina llama ‘rescisorias’, es decir, de sanciones que comprometen de manera específica el ejercicio de derechos y afectan de manera directa o indirecta a terceros; (2) tengan un carácter meramente monetario; y (3) sean de menor entidad en términos absolutos (tal como sucede en el caso de las sanciones de tránsito) o en términos relativos (tal como sucede en el régimen cambiario donde la sanción corresponde a un porcentaje del monto de la infracción o en el caso del decomiso en el que la afectación se limita exclusivamente a la propiedad sobre el bien cuya permanencia en el territorio es contraria a las normas aduaneras)”¹⁰⁰.

Para determinar si en el caso de la responsabilidad disciplinaria del derecho sancionatorio privado se requiere o no un análisis sobre la culpabilidad del sujeto pasivo para atribuirle responsabilidad, es pertinente citar el siguiente aparte de un fallo del Tribunal del AMV¹⁰¹ en el cual se analizan los presupuestos de la responsabilidad disciplinaria y donde se dispuso lo siguiente:

⁹⁹ Sentencia T- 419 de 1992, MP: Ciro Angarita Barón.

¹⁰⁰ Sentencia C-690/1996 MP: Alejandro Martínez Caballero.

¹⁰¹ Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (AMV), Tribunal Disciplinario, Sala de Revisión, Resolución n.º 8, Bogotá, 8 de noviembre de 2010. Número de investigación: 02-2009-112.

[...]

7.3.1.3 La inobservancia e incumplimiento de las normas como presupuesto de la responsabilidad disciplinaria.

El artículo 24 de la Ley 964 de 2005, dispone que la autorregulación comprende el ejercicio de las siguientes funciones: “[...] c) Función disciplinaria: Consistente en la imposición de sanciones por el incumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación”.

En el mismo sentido, el artículo 21 del Decreto 1565 de 2006, compilado por el artículo 11.4.3.1.5 del Decreto 2555 de 2010, señala, a propósito de la función disciplinaria de los organismos autorreguladores, que “La función disciplinaria de los organismos de autorregulación consiste en la investigación de hechos y conductas con el fin de determinar la responsabilidad por el incumplimiento de las normas del mercado de valores, de los reglamentos de autorregulación y de los reglamentos de las bolsas de valores, de los sistemas de negociación y de los sistemas de registro, iniciar procesos e imponer las sanciones a que haya lugar”.

En concordancia con lo anterior, el artículo 56 del Reglamento de AMV dispone que el proceso disciplinario tiene como finalidad determinar la responsabilidad por el incumplimiento de la normatividad aplicable.

Claramente entonces, la imputación de responsabilidad disciplinaria en este ámbito procede a partir del momento en que es desatendida o transgredida una norma por parte de un sujeto disciplinable.

Sobre el fundamento de la responsabilidad disciplinaria (aunque refiriéndose a la responsabilidad administrativa, cuyos principios aplican a aquella, *mutatis mutandis*), advierte la doctrina nacional¹⁰² que “[...] La responsabilidad administrativa *es aquella que surge en cabeza de sujetos destinatarios de normas administrativas* (estando caracterizadas estas normas por imponer deberes y obligaciones, establecer prohibiciones o restricciones en la realización de determinada actividad), *cuando tales destinatarios incumplan dichos deberes u obligaciones o se violen las prohibiciones o restricciones previstas en la ley o en los respectivos estatutos*” [énfasis original].

¹⁰² Castro de Cifuentes, Marcela. “Responsabilidad administrativa de los administradores de entidades financieras y del mercado de valores”. *Memorias del II Congreso Uniandino de Derecho Financiero y del Mercado de Capitales*, Ediciones Uniandes, 2005, p. 42.

También registra la doctrina nacional¹⁰³ que “[...] La actividad infractora puede ser cometida intencionalmente o por negligencia, que se da cuando el sujeto activo de la infracción actúa sin la debida precaución, que consiste en *no hacer lo necesario para cumplir con un deber* [...] porque en la esfera del derecho administrativo sancionador en estas materias no se requiere una conducta dolosa o culposa, *sino simplemente irregular en la observancia de las normas*” [énfasis original].

Sobre el particular, la doctrina comparada¹⁰⁴ también ha establecido que “[...] las infracciones administrativas son consecuencia de una inobservancia: el simple incumplimiento de un mandato o de una prohibición de crear riesgos; [...] *para sancionar una infracción administrativa basta con un simple incumplimiento formal*. Al aludir a inobservancia, se permite la sanción por infracción administrativa formal, aun sin necesidad de lesión al bien jurídico protegido por la norma, pues las infracciones administrativas son de mera actividad y de peligro abstracto” [énfasis original].

En el orden de ideas expuesto, resulta ser claro y unívoco el hecho de que la responsabilidad disciplinaria siempre se estructura a partir del incumplimiento de deberes u obligaciones legales o reglamentarios por quienes estén llamados a atenderlos y, por supuesto, dentro de un marco de respeto absoluto del derecho de defensa del investigado, quien en todo caso podrá hacer valer y probar cuanto estime conveniente para sus intereses (acreditando la existencia de una causa extraña, desconociendo la violación del precepto normativo o acreditando su diligencia).

No obstante lo anterior y dado que la culpa es el título de imputación en el ámbito del derecho administrativo sancionatorio, aplicable[,] como se dijo[,] *mutatis mutandis* al derecho disciplinario y, que carece de respaldo constitucional la imposición de sanciones administrativas o disciplinarias de plano, sustentadas con fundamento exclusivo en la simple verificación de una conducta, es indispensable que el fallador en el proceso disciplinario analice la culpa del sujeto autorregulado ante el incumplimiento

¹⁰³ Ramírez Torrado, María Lourdes. “Consideraciones de la Corte Constitucional acerca del principio de culpabilidad en el ámbito sancionador administrativo”, *Revista de Derecho Universidad del Norte*, p. 157.

¹⁰⁴ Nieto García, Alejandro. *Derecho administrativo sancionador*, Editorial Tecnos, Madrid, 2005.

de un deber u obligación legal o reglamentario para poder predicar la responsabilidad disciplinaria.

En todo caso, es pertinente aclarar que la actividad o trabajo del fallador en el análisis de la conducta del investigado dependerá del tipo de norma disciplinaria que se estime incumplida o violada. Ciertamente, es factible encontrar en el derecho disciplinario básicamente dos tipos de normas a saber: aquellas que consagran una obligación o un deber preciso, como es el caso que nos ocupa, donde la valoración y apreciación de la culpa en cabeza del fallador está limitada por la precisión de la norma y se basa primordialmente en un error de obediencia de la misma por parte del sujeto autorregulado, y aquellas normas disciplinarias abiertas, como serían[,] por ejemplo[,] los deberes de prudencia o profesionalismo, las cuales suponen un margen de valoración y apreciación en cabeza del fallador, mucho más amplio.

En el caso que nos ocupa, a la sociedad comisionista AAAA, como se ha puesto de presente a lo largo de esta providencia, le asistía el claro deber de atender los preceptos relacionados con los compromisos máximos de operaciones de reporto y otras operaciones a plazo que pueden tener dichos intermediarios de valores, para cuyo cálculo y concreción de límites la misma normativa establece unos parámetros concretos. En consecuencia, desatendida la norma, y no advertida por la Sala de Revisión la existencia en el proceso de una causa extraña que la justifique, necesariamente se abre paso la responsabilidad disciplinaria por la transgresión a dicho deber legal.

Ahora bien, en cuanto a la existencia de la culpa, dado el tipo de norma disciplinaria, basta señalar que la conducta de AAAA, según se desprende del expediente, no previó lo que en el caso concreto y con ordinaria diligencia hubiera podido y estaba obligado a prever, teniendo en cuenta su calidad de profesional en la actividad de intermediación de valores¹⁰⁵.

En el orden de ideas expuesto, no cabe duda alguna a este juzgador que la Sociedad AAAA merece un reproche y una consecuente sanción, porque, como profesional de la intermediación de valores[,] faltó al cumplimiento de estándares de diligencia profesional al incumplir las normas que establecen los límites a las sociedades

¹⁰⁵ A este respecto, debe tenerse en cuenta que la culpabilidad es principalmente la conducta equivocada de una persona que de hecho ha obrado de un modo diferente a como habría obrado un tipo ideal o abstracto de comparación, y al hacerlo, ha quebrantado el interés de otro y la norma jurídica que la tutela.

comisionistas para adquirir compromisos de recompra y operaciones a plazo celebradas por cuenta de terceros y, con ello, su comportamiento se reveló antijurídico y dañino para los intereses del mercado.

Efectivamente, en el expediente, como en la decisión impugnada, quedó plenamente demostrado que la Sociedad AAAA omitió haber observado el límite de compromisos de recompra y operaciones a plazo sobre acciones por cuenta de terceros, sin que se haya desvirtuado su imputación.

El argumento de aseverar que no se hizo un análisis de si existió culpabilidad por parte de AAAA en los hechos investigados y por ende si la violación fue realizada a título de dolo o culpa resulta inadecuado, si se tiene en cuenta que lo que se cuestiona es la omisión del deber de un profesional de la intermediación de valores de cumplir con el ordenamiento jurídico vigente.

[...]

Para poder afirmar entonces que se sobrepasó el límite de compromisos de recompra y operaciones a plazo por cuenta de terceros sobre acciones, se tiene en cuenta: a) la calidad de profesional del intermediario de valores y la autorización estatal con la que cuenta para realizar actividades en el mercado de valores y, especialmente, operaciones de repo, b) el conocimiento del intermediario de valores de la normativa aplicable a las operaciones de repo, c) la experiencia del intermediario de valores en la realización de operaciones de repo, d) los mecanismos de control interno con los que cuenta para actuar como intermediario de valores, y e) la idoneidad y profesionalismo del personal que realiza este tipo de operaciones. Si una persona experta en la ejecución de operaciones repo, que de manera cotidiana realiza este tipo de operaciones, y cuya idoneidad la ha hecho merecedora de la autorización específica para hacerlas, mantiene por cuenta de un mismo tercero compromisos de recompra y operaciones a plazo sobre acciones, que sumadas superan los límites permitidos por las normas del mercado de valores, fluye naturalmente la culpa de la sociedad investigada.

Como ya se señaló, los presupuestos de la responsabilidad disciplinaria y el título de imputación son temas que requieren un estudio más profundo, el cual seguro tendrá que emprender la doctrina del mercado de valores e incluso el mismo Tribunal del Autorregulador del mercado de valores.

3. ANOTACIÓN FINAL

Por último, se considera importante poner de presente que en el ámbito del derecho del mercado de valores el régimen administrativo sancionatorio del Estado tiene una estructura y un alcance semejantes a los que se presentan en el ámbito del derecho financiero (bancario propiamente dicho), en razón del interés público involucrado en ambos mercados (mercado de valores y mercado financiero), con la particularidad de que en lo relacionado con la actividad de intermediación de valores el Estado, con base en sus facultades de intervención, se apoya en los propios agentes para que ellos, como complemento del régimen administrativo sancionatorio estatal, apliquen conforme a la ley un régimen sancionatorio privado, que en el caso colombiano es ejercido por el organismo autorregulador. Dicho complemento se justifica y, a la vez, es indispensable en el mercado de valores, en la medida en que quienes son los más competentes para regular, supervisar y sancionar las conductas incorrectas son los propios agentes. En efecto, su cercanía e inmediatez con el mercado, su especialidad y conocimiento de las técnicas y operaciones y su interés en que los mercados funcionen correcta y éticamente les permiten a los mismos agentes actuar de una manera oportuna y efectiva para identificar y juzgar las conductas incorrectas y sancionar a aquellos que las realicen.

Lo anterior, claro está, sin perjuicio de las facultades de regulación y de supervisión, que en todo caso se mantienen en cabeza del Estado.

BIBLIOGRAFÍA

Doctrina

Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, *Doctrina de la autorregulación del mercado de valores en Colombia, 2001-2006*, Bogotá, 2007.

BLANCO BARÓN, CONSTANZA y MAURICIO BAQUERO HERRERA (eds.), *Cinco años de la Ley 964 de 2005: ¿se están cumpliendo sus objetivos?*, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2011.

CAHN-SPEYER WELLS, PAUL, “La culpabilidad en el régimen sancionatorio tributario y administrativo en general”, en *Revista de Derecho Económico*, Bogotá, Año V, n.ºs 9-10, Temis y Asociación de Derecho Económico, 1987.

CASTRO DE CIFUENTES, MARCELA, “Responsabilidad administrativa de los administradores de entidades financieras y del mercado de valores:

- una evaluación jurisprudencial desde la óptica de lo contencioso administrativo”, en *Memorias del II Congreso Uniandino de Derecho Financiero y del Mercado de Capitales*, Universidad de los Andes, Facultad de Derecho y Ediciones Uniandes, Bogotá, 2005.
- Comisión Nacional de Valores, *El mercado público de valores en Colombia, principales disposiciones legales*, Bogotá, 1984.
- Comisión Nacional de Valores, *Jurisprudencia, doctrinas y conceptos*, Bogotá, 1986.
- GONZÁLEZ BRICEÑO, ÁLVARO ANDRÉS, “Responsabilidad civil y administrativa por el ejercicio de la función de intermediación financiera”, en *Revista de Derecho Privado*, Universidad de los Andes, Facultad de Derecho, n.º 24, Bogotá, 2000.
- JIMÉNEZ JIMÉNEZ, DANIEL FERNANDO, *La culpa en el derecho sancionador*, Bogotá, Universidad de los Andes y Temis, 2008.
- LOW MURTRA, ENRIQUE, “Policía administrativa y actividad financiera”, en *Revista de Derecho Económico*, Bogotá, Año III, n.ºs 5-6, Temis y Asociación de Derecho Económico, 1985.
- MARTÍNEZ NEIRA, NÉSTOR HUMBERTO, *Intervención del Estado en el mercado público de valores*, Bogotá, Temis, 1986.
- SILVA GARCÍA, FERNANDO, “Régimen de responsabilidad de los administradores de las instituciones financieras”, en *Revista de Derecho Privado*, Universidad Externado de Colombia, n.º 4, Bogotá, 1999.
- Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Compliance Function at Market Intermediaries. Final Report. March 2006* [en línea]. Disponible en <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20100630220429.pdf>.

Legislación

Constitución Política de Colombia

Ley 45 de 1923

Exposición de motivos de la Ley 45 de 1923

Decreto Ley 1273 de 1936

Decreto Ley 2969 de 1960

Ley 32 de 1979

Exposición de motivos de la Ley 32 de 1979

Decreto 1169 de 1980

Decreto 1688 de 1990

Ley 27 de 1990

Decreto 2739 de 1991
Decreto 2016 de 1992
Ley 35 de 1993
Decreto 2150 de 1995
Decreto 663 de 1993 - Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, y sus modificaciones
Decreto 4327 de 2005
Decreto 1565 de 2006
Ley 1328 de 2009
Decreto 1848 de 2016
Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (Decreto 663 de 1993 y sus modificaciones)
Ley 190 de 1995
Ley 795 de 2003
Ley 964 de 2005
Exposición de motivos de la Ley 964 de 2005
Ley 1437 de 2011 (Código de Procedimiento Administrativo y de lo Contencioso Administrativo)
Ley 1564 de 2012 (Código General del Proceso)
Reglamento del Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia
Reglamento de la Bolsa de Valores de Colombia
Superintendencia de Valores
- Normas Vigentes del Mercado Público de Valores, Bogotá, 1996
- Resolución 110 de 1994

Jurisprudencia

- Consejo de Estado

Sala de lo Contencioso Administrativo, Sección Cuarta, sentencia del 7 de octubre de 1983, exp. 8321.

Sala de lo Contencioso Administrativo, Sección Cuarta, sentencia del 9 de octubre de 1992, CP: Guillermo Chahín Lizcano, exp. 3693.

Sala de lo Contencioso Administrativo, Sección Cuarta, sentencia del 15 de julio de 1994, CP: Delio Gómez Leyva, exp. 4846.

Sala de lo Contencioso Administrativo, Sección Cuarta, sentencia del 13 de Marzo de 1998.

- Corte Constitucional

Sentencia C-599 del 10 de diciembre de 1992, MP: Fabio Morón Díaz.

Sentencia C-582 del 31 de octubre de 1996, MP: Eduardo Cifuentes Muñoz.

Sentencia C- 597 de 1996, MP: Alejandro Martínez Caballero.

Sentencia C-690 de 1996, MP: Alejandro Martínez Caballero.

Sentencia SU-166 de 1999, MP: Alejandro Martínez Caballero.

Sentencia C-616 de 2002, MP: Manuel José Cepeda Espinosa.

Sentencia C-10 del 23 de enero de 2003, MP: Humberto Antonio Sierra Porto.

Sentencia C-860 del 18 de octubre de 2006, MP: Humberto Antonio Sierra Porto.

Sentencia C-692 del 5 de septiembre de 2007, MP: Rodrigo Escobar Gil.

