

EL CONCEPTO DE INTERMEDIACIÓN DE VALORES EN LA REGULACIÓN COLOMBIANA*

Juan Pablo Buitrago León**

Recibido: Febrero 7 de 2013
Aprobado: Febrero 28 de 2013

RESUMEN

El artículo que se presenta da cuenta de los resultados de la investigación que tiene como objetivo central determinar la forma en que se han interpretado y aplicado por las autoridades competentes las diversas manifestaciones que históricamente ha tenido la autorregulación del mercado de valores en Colombia. El enfoque de la investigación que se presenta es netamente jurídico, en tanto tiene como objeto abordar el estudio de la regulación positiva en torno a la autorregulación del mercado de valores en Colombia y es de tipo descriptivo. Se tuvieron como fuentes principalmente las regulaciones normativas para lo cual fue necesario acudir a las fuentes oficiales y sobre ellas se efectuó análisis documental.

El presente texto da cuenta del desarrollo de uno de los objetivos específicos propuestos, que giraba en torno a la conceptualización del fenómeno de la autorregulación en el mercado de valores. Para ello fue necesario analizar el tratamiento y regulación de los elementos que componen el concepto genérico de intermediación de valores, para posteriormente detenerse en cada una de las operaciones que la regulación ha definido de manera específica como de intermediación.

Palabras clave: Mercado de valores, intermediarios de valores, autorregulación en el mercado de valores.

* El artículo que se presenta es derivado de la investigación titulada: La intermediación de valores en la regulación colombiana: reconstrucción conceptual y campos de aplicación a partir de la interpretación de las disposiciones normativas. La investigación está inscrita a la línea de investigación: Tipicidad e interpretación en el Derecho Privado del grupo de investigación en Teoría del Derecho y Formación Jurídica adscrito al Centro de Investigaciones de la Facultad de Derecho de la Universidad Autónoma de Bucaramanga UNAB.

** Abogado de la Universidad de los Andes, Especialista en Legislación Financiera de la misma Universidad. Profesor de la Universidad Autónoma de Bucaramanga (UNAB) y Universidad del Rosario. Actualmente se desempeña como Subdirector Legal de AMV y adelanta estudios de Maestría en Derecho Económico en la Universidad Javeriana de Bogotá. Las opiniones expresadas en este artículo comprometen únicamente al autor. No vinculan al Autorregulador del Mercado de Valores – AMV ni a sus Directivos. Tampoco corresponden a la posición oficial o autorizada del Autorregulador del Mercado de Valores – AMV o de sus Directivos. Correo electrónico: jbuitrago@amvcolombia.org.co

THE CONCEPT OF INCOME SECURITIES REGULATION IN COLOMBIA

ABSTRACT

This article presents the results of a research that aims to determine the interpretation and application of the several manifestations of the self-regulating market in Colombia. This descriptive research is purely based on a legal approach. Normative regulations have been considered as one of the main sources, reason for which it was necessary to look for official references and carry out a documentary analysis.

This paper shows the development of one of the specific objectives: the conceptualization of the phenomenon of self-regulation in the stock market. This has involved analyzing the treatment and regulation of the elements of the generic concept of brokerage, and considering each of the operations that the regulation has specifically defined as interest income.

Key words: stock market, stock brokers, self-regulation in the stock market.

1. INTRODUCCIÓN

Con el fin de determinar la forma en que se han interpretado y aplicado por las autoridades competentes las diversas manifestaciones que históricamente ha tenido la autorregulación del mercado de valores en Colombia es necesario adelantar un proceso de conceptualización en torno al fenómeno de la autorregulación en el mercado de valores.

De dicho análisis se puede establecer que son tres los conceptos básicos que definen el perímetro regulatorio del mercado de valores, es decir, se constituyen como los tres elementos fundamentales a partir de los cuales se estructura su regulación y supervisión por parte del Estado. Estas nociones son las de: a) oferta pública, b) valor y, c) intermediación de valores.

La Ley 964 de 2005 considera como actividades del mercado de valores y por ende, que requieren previa autorización o licencia del Estado para su realización, entre otras, la emisión de valores y la intermediación de valores.¹

¹ También se consideran como actividades del mercado de valores, en los términos del artículo 3 de la Ley 964 de 2005, la administración de carteras colectivas, el depósito y la administración de valores, la administración de sistemas de negociación y de registro de valores, la compensación y liquidación de valores, la calificación de riesgos, la autorregulación y el suministro de información al mercado.

Para que una oferta se considere como pública² debe dirigirse a personas no determinadas o a cien o más personas determinadas con el propósito de suscribir, enajenar o adquirir valores³.

El mecanismo de la oferta pública es el utilizado por los agentes públicos y privados⁴ que tienen necesidades de financiación y que salen al mercado a buscar recursos para financiar proyectos como podrían ser la ampliación de una fábrica, la construcción de una carretera o la adquisición de una nueva flota de aviones. Las empresas pueden financiar estas actividades a través del tradicional crédito bancario mediante la reinversión de sus utilidades o acudiendo al mercado de valores por medio del mecanismo de la oferta pública.

Los instrumentos financieros que se ofrecen a cambio de los recursos, mediante el mecanismo de la oferta pública, se denominan valores y se caracterizan por su naturaleza negociable, porque hacen parte de una emisión y tienen como efecto la captación de recursos del público.

Dentro de tales instrumentos financieros, denominados valores, se encuentran las acciones, los títulos de deuda pública, los títulos productos de procesos de titularización, los bonos corporativos e hipotecarios y los certificados de depósitos de mercancías⁵.

Cualquier persona natural o jurídica puede ser propietaria de una acción o de un bono corporativo y por ende, puede comprar o vender valores. Sin embargo, existe un tipo de entidades que se dedican profesionalmente a la compra y venta de valores, los denominados intermediarios de valores.

El presente texto aborda este último concepto, el de la intermediación de valores. Para el efecto, inicialmente se analiza la noción genérica de intermediación de valores, a continuación se estudian las diversas operaciones que la regulación tipifica de manera específica como de intermediación de valores, para finalizar con una síntesis de las ideas expuesta a manera de conclusiones.

2 El artículo 4 de la Ley 964 de 2005 otorga una serie de facultades al Gobierno Nacional para regular las actividades del mercado de valores, dentro de las cuales se encuentra la de establecer la regulación aplicable a las ofertas públicas. El Congreso de la República limitó el ejercicio de la anterior facultad al establecer que el Gobierno Nacional únicamente puede "calificar como ofertas públicas aquellas que se dirijan a personas no determinadas o a sectores o grupos de personas relevantes, o que se realicen por algún medio de comunicación masiva para suscribir, enajenar o adquirir valores".

3 Según se expresa en el Artículo 6.1.1.1.1. del Decreto 2555 de 2010.

4 De acuerdo con el artículo 5.2.1.1.2. del Decreto 2555 de 2010 pueden ser emisores de valores las sociedades por acciones y de responsabilidad limitada, las entidades cooperativas y sin ánimo de lucro, la Nación y las entidades públicas descentralizadas por servicios y territorialmente, los gobiernos extranjeros, las entidades públicas extranjeras y los organismos multilaterales de crédito, las entidades extranjeras y las sucursales de sociedades extranjeras, los patrimonios autónomos fiduciarios, los fondos o carteras colectivas y las universalidades previstas en la Ley 546 de 1999.

5 El artículo 2 de la Ley 964 contiene una lista enunciativa de diversos valores.

Para el efecto se examinó la normativa vigente sobre la materia, con énfasis en el Decreto 1121 de 2008, incorporado en la Parte Séptima del Decreto 2555 de 2010, la Circular Externa N° 19 de 2008, incorporada en el Título Noveno de la Circular Básica Jurídica de la Superintendencia Financiera de Colombia y el Reglamento del Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (en adelante AMV)⁶.

Debe recordarse que la Superintendencia Financiera de Colombia a través de la citada Circular Externa facultó al AMV para que expidiera disposiciones para regular los nuevos principios y deberes contenidos en la reforma al régimen de los intermediarios de valores, previstos en el señalado Decreto 1121 de 2008.

2. EL CONCEPTO GENÉRICO DE INTERMEDIACIÓN DE VALORES

La intermediación de valores, como se expresó anteriormente, es una de las actividades que la Ley 964 de 2005 considera que hacen parte del mercado de valores y por tanto se exige la licencia previa del Estado para su realización. La misma Ley le otorgó facultades al Gobierno Nacional para regular la actuación de las entidades que efectúan esta actividad. (CONGRESO DE COLOMBIA, Ley 964 de 2005, Art. 4)

En ejercicio de dicha facultad se expidió el Decreto 1121 de 2008 a través del cual se reguló integralmente la noción de intermediación de valores, fundada en cuatro elementos esenciales, tal como se expone a continuación.

2.1. Tipos de operaciones que se pueden efectuar.

La intermediación de valores implica, por esencia, la realización de operaciones con tales instrumentos financieros. En términos generales, las operaciones que pueden realizar los intermediarios son compraventas de valores de contado, operaciones de reporto o repo, simultáneas y de transferencia temporal de valores.

Las operaciones de contado son las que se cumplen de manera inmediata. En el caso de las operaciones de renta fija (bonos corporativos, títulos de deuda pública, entre otros), su cumplimiento se produce el mismo día de realización de la operación (t+0), es decir, que en el mismo día se celebra la operación y se entregan los valores y el dinero. En el caso de las acciones, las operaciones de contado se cumplen dentro de los tres días siguientes a la celebración de la operación (t+3).

Las operaciones de reporto o repo y las operaciones simultáneas son aquellas en las que una parte, denominada "Enajenante" entrega la propiedad de un valor a

⁶ Única entidad autorizada en el país para actuar como organismo autorregulador en los términos de la Ley 964 de 2005.

otra parte, denominada "Adquirente" a cambio del pago de una suma de dinero y en las que el "Adquirente" se compromete a transferir en la misma fecha o en una fecha posterior, inferior a un año, valores de la misma especie y característica, a cambio del pago de una suma de dinero por parte del "Enajenante"⁷.

Las operaciones de transferencia temporal de valores (TTV), por su parte, son aquellas en las que una parte, denominada "Originador" entrega la propiedad de unos valores a otra parte, denominada "Receptor", para que este los retransfiera al "Originador" en la misma fecha o en una fecha posterior, inferior a un año. Paralelo a lo anterior, el Receptor entrega al Originador la propiedad de otros valores o dinero por un monto igual o mayor al de los valores entregados inicialmente por el "Originador"⁸.

La realización de estas operaciones por los intermediarios de valores los diferencia claramente de las entidades que permiten o facilitan que se efectúen tales operaciones, es decir, de los denominados proveedores de infraestructura del mercado de valores. Dentro de estos se encuentran, entre otros, las bolsas de valores, las sociedades administradoras de depósitos de valores y las sociedades calificadoras de riesgo.

Debe añadirse que estas operaciones se pueden realizar en el mercado primario, es decir, aquel en el cual los emisores colocan sus valores entre los inversionistas, quienes les entregan a cambio su dinero, o bien, en el mercado secundario, escenario en que se dan operaciones, exclusivamente entre inversionistas, sobre valores previamente colocados en el mercado primario.

2.2. Requisitos para que se puedan llevar a cabo operaciones con valores.

Para que los valores se puedan negociar en el país es necesario que se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) o en un sistema local de cotización de valores extranjeros.

El Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) hace parte del Sistema Integral de Información del Mercado de Valores (SIMEV)⁹ administrado por la Superintendencia Financiera de Colombia. En este registro se encuentran todos los emisores que bajo las reglas de la regulación colombiana han emitido valores en el país, las clases y tipos de valores que han emitido, así como las emisiones que han efectuado.

⁷ Las diferencias entre las operaciones repo y las simultáneas se pueden observar en los artículos 2.36.3.1.1. y 2.36.3.1.2. del Decreto 2555 de 2010. A título simplemente ilustrativo de estas diferencias se puede indicar que en las operaciones repo pueden establecerse restricciones a la movilidad de los valores objeto de la operación (tal como ocurre con las operaciones repo que se realizan sobre acciones en las cuales éstas quedan inmovilizadas por la Bolsa de Valores de Colombia), mientras en las operaciones simultáneas no es posible establecer restricciones a la movilidad de los valores; en los repos es posible que, durante la vigencia de la operación, se sustituyan los valores inicialmente entregados por otros, mientras esta sustitución no es admisible en el caso de las operaciones simultáneas.

⁸ Las características de estas operaciones se encuentran en el artículo 2.36.3.1.3. del Decreto 2555 de 2010.

⁹ Los otros dos componentes del SIMEV son el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores (RNAMV) y el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores (RNPMV).

Dentro de los emisores que se encuentran inscritos en el RNVE se encuentran Almacenes Éxito S.A., Nación-Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Ecopetrol S.A., Fabricato S.A., Departamento de Cundinamarca y la Clínica de Marly S.A., entre otros.¹⁰

Por su parte, un sistema de cotización de valores extranjeros es un mecanismo multilateral y transaccional en el que se ejecutan operaciones sobre valores extranjeros que se encuentran listados en tales sistemas (Decreto 2555 de 2010), los cuales pueden ser administrados por las bolsas de valores y las sociedades administradoras de sistemas de negociación.¹¹

Uno de los sistemas de cotización de valores extranjeros es el Mercado Global Colombiano (MGC) administrado por la Bolsa de Valores de Colombia, en el cual se negocian valores que no se encuentran inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) y que han sido emitidos bajo la regulación de otro país. Dentro de los valores que se negocian en este Mercado se encuentran acciones, entre otros, de Colgate Palmolive Company, Johnson & Johnson, McDonalds Corporation, Wells Fargo & Company, Pfizer Inc y Google Inc. (Bolsa de Valores de Colombia, 2012).

2.3. Escenarios de negociación o de ejecución de las operaciones.

Las operaciones se pueden celebrar en los sistemas de negociación de valores o en el mercado mostrador. Los primeros son definidos por la regulación como "un mecanismo de carácter multilateral y transaccional, mediante el cual concurren las entidades afiliadas al mismo 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" (Decreto 2555 de 2010). Las sociedades administradoras de estos sistemas deben contar con licencia previa del Estado y sus reglamentos, previamente autorizados por la Superintendencia Financiera de Colombia.

En efecto, al sistema de negociación de acciones administrado por la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) acuden las 27 sociedades comisionistas de bolsa existentes en el país¹², lo cual le da la característica de multilateral. Estas sociedades pueden introducir puntas de compra y de venta, así como mejorar sus posturas previas, hasta que dos puntas se calzan y se celebra la operación, aspecto que le da su característica de transaccional.

10 La información puede revisarse en Superintendencia Financiera de Colombia. www.superfinanciera.gov.co
Disponible en: SIMEV - Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) - emisores de valores.

11 Dentro de los valores extranjeros que pueden ser listados en un sistema de negociación de valores extranjeros se encuentran, de acuerdo con el artículo 2.15.6.1.5. del Decreto 2555 de 2010, los valores emitidos por organismos multilaterales de carácter financiero, como el caso del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), los valores emitidos por otras naciones o sus bancos centrales y los valores con inscripción vigente en un registro público de valores o listados en una bolsa de valores, internacionalmente reconocidos a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia.

12 En Colombia solamente se pueden negociar acciones de empresas listadas en bolsa por intermedio de una sociedad comisionista de bolsa y acudiendo al sistema de negociación de acciones administrado por la Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

En el caso de valores de renta fija estos se pueden negociar en diversos sistemas de negociación de valores. El administrado por la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) es el denominado Mercado Electrónico de Colombia (MEC Plus). A este sistema pueden acudir directamente todos los intermediarios de valores que tengan la calidad de afiliados al sistema. Dentro de estos se encuentran las entidades financieras y aseguradoras, las sociedades comisionistas de bolsa y las entidades de naturaleza pública autorizadas para acceder a tales sistemas¹³, como el caso de la Secretaria de Hacienda de Bogotá, el Instituto de Seguros Sociales (ISS) o Ecopetrol S.A.

Para el caso de las personas naturales y las personas jurídicas diferentes de los intermediarios de valores, el acceso al MEC Plus debe efectuarse, necesariamente, a través de una sociedad comisionista de bolsa, único intermediario de valores autorizado en el país para realizar operaciones por cuenta de terceros.

En la actualidad, además del MEC Plus administrado por la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), las sociedades Tradition Securities Colombia S.A., Icap Securities Colombia S.A. y GFI Securities Colombia S.A., así como el Banco de la República con su Sistema Electrónico de Negociación (SEN) se encuentran autorizados para administrar sistemas de negociación de valores (Superintendencia Financiera de Colombia, 2012). Pero así como las negociaciones sobre valores se pueden efectuar en uno de los sistemas de negociación referidos, también la regulación permite que se compren y vendan valores en el mercado mostrador, es decir, por fuera de los sistemas de negociación (Decreto 2555 de 2010).

En el mercado mostrador no existe concurrencia de múltiples afiliados, tal como ocurre en los sistemas de negociación, ya que las operaciones se celebran de manera bilateral por dos intermediarios de valores. En este sentido, tampoco existe en este mercado la característica de transaccional, ya que el precio del valor lo determinan directamente los dos intervinientes en la operación. Ejemplo de una operación ejecutada en este mercado es el de una compraventa de un título de tesorería que se efectúa directamente entre dos establecimientos bancarios. En este caso, los tesoreros de los bancos, a través de un teléfono o de correos electrónicos sucesivos, se ponen de acuerdo sobre las condiciones de la operación (precio y cantidad) y la ejecutan.

Una vez efectuada la operación, por una imposición regulatoria, los intermediarios de valores tienen la obligación de reportarla o registrarla en un sistema de registro de operaciones sobre valores.¹⁴

13 En el Decreto 1525 de 2008 se encuentra el régimen de inversiones de las entidades estatales del orden nacional y territorial.

14 Según lo preceptuado en el Artículo 7.4.1.1.6. del Decreto 2555 de 2010 y numeral 2 de la Circular Externa N° 19 de 2008 de la Superintendencia Financiera de Colombia. Se encuentran excluidos de la obligación de registro las colocaciones primarias de certificados de depósito a término (CDT) y sus renovaciones, siempre que en estas últimas operaciones, no participen intermediarios de valores.

Estos sistemas de registro de operaciones sobre valores son mecanismos que tienen por objeto recibir y registrar la información¹⁵ de las operaciones sobre valores de renta fija¹⁶ que efectúan en el mercado mostrador los afiliados a tales sistemas o los afiliados con entidades que no tienen dicha calidad¹⁷.

Igual que en el caso de los sistemas de negociación, las sociedades administradoras de sistemas de registro requieren licencia previa del Estado, y sus reglamentos deben ser previamente autorizados por la Superintendencia Financiera de Colombia.

En la actualidad, dentro del MEC Plus administrado por la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) se incluye un módulo de registro y las sociedades Tradition Securities Colombia S.A., Icap Securities Colombia S.A. y GFI Securities Colombia S.A. también se encuentran autorizadas para administrar un sistema de registro de operaciones sobre valores. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2012).

Debe señalarse que una de las principales innovaciones incorporadas por el Decreto 1121 de 2008 consistió en permitir la negociación de valores de renta fija en el mercado mostrador por parte de los intermediarios de valores que actúan con recursos de terceros, como es el caso de las sociedades administradoras de carteras colectivas y las sociedades administradoras de fondos de pensiones y de cesantías, (Decreto 2555 de 2010) quienes antes debían acudir obligatoriamente a un sistema de negociación de valores para efectuar operaciones sobre valores de renta fija.

Por tanto, en la actualidad estos agentes pueden escoger si efectúan sus operaciones sobre valores de renta fija en un sistema de negociación o en el mercado mostrador, con la consiguiente obligación de registro posterior.

Finalmente, debe precisarse que los intermediarios de valores son las únicas entidades que pueden tener la calidad de afiliados a un sistema de negociación de valores o a un sistema de registro de operaciones sobre valores.

2.4. Las operaciones se pueden efectuar por cuenta propia o de terceros.

Las diversas operaciones que se efectúan en los sistemas de negociación de valores o en el mercado mostrador se pueden realizar con recursos propios y

¹⁵ En el numeral 2.8 de la misma Circular Externa se establece la información mínima que se debe reportar al administrador del sistema de registro de operaciones sobre valores. Dentro de esta se encuentra, entre otra, la identificación de valor objeto de la operación, el valor en pesos de la operación, las partes que intervienen, la hora de ejecución de la operación, modalidad en que se actúa (cuenta propia, cuenta de terceros o administración de portafolios de terceros).

¹⁶ Como se anotó atrás, las acciones de empresas inscritas en bolsa, únicamente se pueden negociar en el país a través de una sociedad comisionista de bolsa, mediante el sistema de negociación de acciones administrado por la Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

¹⁷ En caso de operaciones efectuadas en el mercado mostrador entre un intermediario de valores y una entidad que no tiene dicha calidad, le corresponde al intermediario de valores efectuar el registro total de la operación, en los términos del literal ii) del numeral 2.5. de la misma Circular.

para el portafolio de la entidad que las ejecuta, así como por cuenta de terceros, es decir, con recursos y para el portafolio de terceros.

Se puede indicar a título ilustrativo de las operaciones por cuenta propia, cuando una sociedad fiduciaria sale al mercado a comprar un bono corporativo con sus recursos, los de su patrimonio. En este caso, el bono entra a hacer parte de su activo como una inversión, mientras en las operaciones por cuenta de terceros, la misma sociedad fiduciaria adquiere el valor con los recursos de una cartera colectiva, los cuales pertenecen a los constituyentes o adherentes de dicha cartera. En este evento, el bono entra a conformar el portafolio de la cartera colectiva, dentro de un patrimonio independiente y separado del de la sociedad fiduciaria.

Una vez analizados los elementos genéricos que conforman el concepto de intermediación de valores, en el siguiente aparte se estudian las diversas operaciones que de manera específica la regulación ha tipificado como de intermediación de valores.

3. OPERACIONES DE INTERMEDIACIÓN DE VALORES

3.1. Las operaciones de enajenación y adquisición de valores ejecutadas en desarrollo del contrato de comisión y de contratos de administración de portafolios de terceros y de administración de valores.

En el contrato de comisión la sociedad comisionista de bolsa actúa a nombre propio pero por cuenta de un tercero¹⁸, de tal forma que el contratante siempre va a ser la sociedad comisionista, pero actuando para un tercero en quien se radican los resultados de la operación.

La anterior definición jurídica hace que la sociedad comisionista deba cumplir con la operación, independientemente de que el cliente cuente con los títulos o el dinero para soportar la orden impartida.

En efecto, el numeral 3 del artículo 6 del Decreto-Ley 1172 de 1.980, dentro de las obligaciones de las sociedades comisionistas de bolsa establece la de "hacer entrega de los valores y cancelar su precio, sin que en ningún caso pueda aducir falta de provisión". Esta obligación no sólo se deriva de la naturaleza del contrato de comisión, ya que es un requisito operativo mínimo para el funcionamiento de los sistemas de negociación¹⁹.

18 El artículo 1287 del Código de Comercio define la comisión como "una especie de mandato por el cual se encomienda a una persona que se dedica profesionalmente a ello, la ejecución de uno o varios negocios, en nombre propio, pero por cuenta ajena".

19 El numeral 4 del artículo 1.5.2.2. del Reglamento General de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), dentro de las obligaciones de las sociedades comisionistas miembro, establece la de "cumplir las operaciones, sin que, en ningún caso, sea admisible la excepción de falta de provisión". En el mismo sentido, el artículo 1.5.2.3. del mismo Reglamento General señala que "el comitente está obligado a poner a su comisionista en capacidad de cumplir todas las obligaciones inherentes a su encargo y este no podrá oponer a la Bolsa o a sus miembros, excepciones derivadas del incumplimiento del comitente".

Por tal motivo, previo a la realización de una operación, las sociedades comisionistas deben verificar que el cliente cuente con los recursos y los títulos necesarios para cumplir con la operación que ordenan²⁰.

Dentro de esta modalidad de actividad de intermediación, se incluyen también los contratos de administración de portafolios de terceros y de administración de valores. En los denominados popularmente como APTs, la sociedad comisionista "recibe dinero o títulos de un tercero con la finalidad de conformar o administrar a su criterio, pero con respeto a los objetivos y lineamientos dispuestos por el cliente, un portafolio de valores". (Decreto 2555 de 2010).

Estos contratos habitualmente son realizados por entidades que manejan importantes excedentes de liquidez en sus tesorerías. Es posible que tales entidades decidan conformar en su interior una estructura encargada del manejo e inversión de dichos excedentes. Por el contrario, otras empresas o instituciones pueden decidir entregar tales recursos a un tercero, en este caso, una sociedad comisionista para que, como profesional especializado en la administración de recursos y bajo unos lineamientos generales previamente establecidos en el contrato, efectúe el manejo e inversión de dichos recursos, hasta que la empresa necesite nuevamente los recursos para efectuar sus operaciones habituales.

Diferencia esencial entre los APTs y la comisión radica en que en los primeros, el cliente señala unos objetivos y criterios a los cuales debe ceñirse la sociedad comisionista al realizar las inversiones previstas en el contrato, sin que para cada operación que materializa dicho mandato de inversión sea necesaria una orden previa. Así, en el contrato de APT se puede establecer que la sociedad comisionista puede invertir los recursos que conforman el portafolio en títulos de deuda pública emitidos por la Nación. En este caso, cuando la sociedad comisionista, a su criterio profesional, va a adquirir para el portafolio administrado, determinado título de deuda pública, no requiere autorización adicional por parte del cliente.

En el caso del contrato de comisión, siempre que se vaya a realizar una operación se requiere la orden previa del cliente, sin que sean admisibles órdenes de tipo genérico que dejen al arbitrio de la sociedad comisionista la realización de operaciones para sus clientes. Por tanto, en desarrollo del contrato de comisión no son válidas ordenes genéricas del tipo 'adquiera acciones de empresas mineras cuando lo considere oportuno' o 'compre los valores que a su buen criterio crea que son los más rentables'.

En este punto debe resaltarse un cambio fundamental en la regulación relacionado con las órdenes de los clientes, las cuales además de cumplir con

²⁰ El artículo 51.11. del Reglamento de AMV establece que las sociedades comisionistas tienen que contar con políticas en que se determine la forma y el momento en que deben verificar que el cliente cuenta con los recursos o los valores suficientes para cumplir la orden impartida.

los requisitos establecidos en el artículo 51.6 del Reglamento de AMV²¹, se deben formular a través de un medio verificable²².

Por medio verificable se debe entender, en los términos del artículo 1 del Reglamento de AMV, el “mecanismo adoptado institucionalmente que permite el registro confiable del momento y de la información correspondiente a las órdenes recibidas y las negociaciones realizadas en el mercado, o de cualquier otro hecho relevante”. Como ejemplos de dichos medios verificables se señalan los teléfonos con grabación de llamadas, medios escritos o medios de intercambio electrónico de datos (IED).

En el pasado las órdenes se podían impartir sin que quedara un registro de la misma, aspecto que permitía discusiones posteriores entre el cliente y las sociedades comisionistas acerca de la existencia misma de la orden y sobre su contenido. En la actualidad se ha eliminado tal problemática porque de no encontrarse el medio verificable, el Reglamento de AMV entiende que nunca existió orden²³ y por tanto, se puede concluir que la operación se efectuó sin contar con la autorización previa del cliente y por ende, excediendo el mandato otorgado.

Las operaciones de enajenación y adquisición de valores ejecutadas en desarrollo del contrato de comisión y de contratos de administración de portafolios de terceros y de administración de valores únicamente pueden ser efectuadas en el país por sociedades comisionistas de bolsa y sociedades comisionistas independientes de valores²⁴.

3.2. Las operaciones de corretaje de valores.

En las operaciones de corretaje²⁵ de valores, la sociedad comisionista no actúa como contratante, simplemente su labor consiste en poner en contacto a un comprador con un vendedor de determinado valor.

Teniendo en cuenta que por imperativo regulatorio la negociación de acciones de una empresa inscrita en bolsa, tal como se ha expresado anteriormente, se debe efectuar obligatoriamente en los módulos o sistema transaccionales que

21 Para que una orden se considere válida debe contener, por lo menos, la fecha y hora en que se recibe, la identificación del cliente que la imparte y de quien la recibe, el tipo de orden y la indicación de corresponder a una compra, una venta o una operación de liquidez, como un repo, la cantidad o el monto, la fecha de cumplimiento de la operación, la identificación idónea del valor sobre la cual se imparte y su vigencia.

22 Vigente a partir del 5 de junio de 2009.

23 Puede revisarse el Artículo 58.1. del Reglamento de AMV.

24 La existencia de sociedades comisionistas independientes de valores es simplemente teórica ya que en el mercado no existe ninguna en la actualidad.

25 El artículo 1340 del Código de Comercio define al corredor como "la persona que, por su especial conocimiento de los mercados, se ocupa como agente intermediario en la tarea de poner en relación a dos o más personas, con el fin de que celebren un negocio comercial, sin estar vinculado a las partes por relaciones de colaboración, dependencia, mandato o representación".

esta administra²⁶ y siempre por conducto de una sociedad comisionista de bolsa, las operaciones de corretaje únicamente se pueden efectuar sobre valores de renta fija.

En este caso, la sociedad comisionista de bolsa puede poner en contacto, por ejemplo, a una sociedad administradora de fondos de pensiones y de cesantías y a una corporación financiera para que éstos celebren directamente una compraventa sobre un título de deuda pública en el mercado mostrador.

Igual que en el caso anterior, estas operaciones únicamente las pueden efectuar las sociedades comisionistas de bolsa y las sociedades comisionistas independientes de valores.

3.3. Las operaciones de enajenación y adquisición de valores ejecutadas por vehículos de inversión colectiva.

Los vehículos de inversión colectiva son mecanismos a través de los cuales se reciben recursos de múltiples participes con el propósito de efectuar inversiones en el mercado de valores. Los resultados de estas inversiones se distribuyen a prorrata entre los participantes, de acuerdo con el monto de sus aportes o contribuciones. Varios son los vehículos de inversión colectiva previstos en la regulación, así como diversas las entidades con capacidad legal para administrarlos, tal como se enuncian en el cuadro N° 1.

CUADRO N° 1.

Vehículo de inversión colectiva	Entidad que lo administra
<ul style="list-style-type: none"> • Carteras colectivas 	<ul style="list-style-type: none"> • Sociedades comisionistas de bolsa • Sociedades fiduciarias • Sociedades administradoras de inversión
<ul style="list-style-type: none"> • Fondos de pensiones obligatorias • Fondos de cesantías 	<ul style="list-style-type: none"> • Sociedades administradoras de fondos de pensiones y de cesantías
<ul style="list-style-type: none"> • Fondos de pensiones voluntarias 	<ul style="list-style-type: none"> • Sociedades administradoras de fondos de pensiones y de cesantías • Sociedades fiduciarias • Compañías de seguros
<ul style="list-style-type: none"> • Fondos de inversión de capital extranjero 	<ul style="list-style-type: none"> • Sociedades comisionistas de bolsa • Sociedades fiduciarias

En esta operación de intermediación se enmarcan todas las compras y ventas de valores que efectúan las señaladas sociedades administradoras para los portafolios de las diversas carteras y fondos que administran. En todos los

26 Se exceptúan de esta obligación, de acuerdo con el artículo 6.15.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, las compraventas de acciones listadas por valor inferior a 66.000 UVR, las realizadas entre un mismo beneficiario real, las compraventas de acciones de propiedad de entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia que se encuentren en proceso de liquidación, la readquisición de acciones, la enajenación de acciones que efectúen la Nación o FOGAFIN y las compraventas de acciones emitidas por empresas colombianas que hayan sido ofrecidas públicamente en el exterior o en Colombia y que se efectúen en otra jurisdicción.

casos, las carteras y fondos constituyen un patrimonio independiente y separado de los activos propios de la sociedad administradora. Tanto los recursos que se entregan al vehículo de inversión colectiva, así como los valores que se adquieren con estos, pertenecen a sus partícipes, y las operaciones, por tanto, se efectúan para estos terceros.

3.4. Las operaciones de enajenación y adquisición de valores ejecutadas en desarrollo de contratos de fiducia mercantil o encargo fiduciario que no dan lugar a la vinculación a una cartera colectiva.

En esta modalidad se encuentran los negocios fiduciarios de inversión previstos en el numeral 2 del artículo 29 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, los cuales se pueden celebrar por medio de contratos de fiducia mercantil o de encargos fiduciarios.

Dentro de esta modalidad de negocio fiduciario se encuentran los negocios fiduciarios de inversión individuales en que el fideicomitente previamente establece la destinación de los recursos entregados a la sociedad fiduciaria. Cuando dentro de esta destinación se encuentran inversiones en valores, las compras y ventas que de estos se efectúen tipifican esta operación de intermediación de valores, que atendiendo al tipo de contratos sobre que se estructura, únicamente puede ser llevada a cabo por una sociedad fiduciaria.

Igualmente, dentro de esta modalidad de intermediación se encuentran las operaciones de adquisición y enajenación de valores efectuados por mecanismos fiduciarios a través de los cuales las entidades públicas trasladan una serie de activos a las sociedades fiduciarias para que con estos se garantice el pago de sus obligaciones pensionales.

Dentro de estos se encuentra el Fondo Nacional de Pensiones de la Entidades Territoriales -FONPET-²⁷ que es administrado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público a través de patrimonios autónomos constituidos en sociedades fiduciarias o el Fondo de Prestaciones Sociales del Magisterio -FOMAG-²⁸, cuenta especial de la Nación, sin personería Jurídica, cuyos recursos son manejados por una sociedad fiduciaria pública.

3.5. Las operaciones de enajenación y adquisición de valores ejecutadas en desarrollo de contratos de colocación de valores.

Teniendo en cuenta que los emisores de valores son expertos en las actividades propias de su objeto social, como puede ser la exploración de recursos naturales, caso de Ecopetrol S.A. o la comercialización de productos al por mayor, como los Almacenes Éxito S.A., más no en los temas propios del

²⁷ Creado por la Ley 549 de 1.999.

²⁸ Creado por la Ley 91 de 1.989.

mercado de valores, los contratos de colocación les permiten contar con un profesional especializado cuando deciden acudir al mercado en busca de recursos a través del mecanismo de la oferta pública de valores.

Las operaciones de colocación de valores, que únicamente se pueden efectuar en el país por las sociedades comisionistas de bolsa, las sociedades comisionistas independientes de valores y las corporaciones financieras, se pueden adelantar bajo tres modalidades.

La más común en el país es la denominada al mejor esfuerzo. En esta el colocador se compromete a adelantar todas las gestiones tendientes a que los valores emitidos sean efectivamente adquiridos por los inversionistas. Para el efecto puede estructurar el proceso de emisión, llevar a cabo reuniones y presentaciones con los potenciales compradores, difundir y promocionar la oferta a través de medios especializados o masivos de comunicación.

Sin embargo, las obligaciones contractuales y por ende, la responsabilidad del colocador no se compromete en caso de que la emisión no sea adquirida por los inversionistas, es decir, que el riesgo de la emisión se mantiene en cabeza del emisor de los valores quien, directamente, sufrirá las consecuencias de no obtener los recursos requeridos para sus proyectos de inversión.

Para mitigar el riesgo de que los valores no se coloquen y por tanto, que los recursos no lleguen al emisor, se pueden pactar otras modalidades de los contratos de colocación, en las cuales además de pactarse como obligaciones del colocador, la estructuración, promoción y difusión de la emisión, se le traslada una parte o la totalidad del riesgo de la emisión.

En estos casos, el colocador que participa en el proceso de colocación puede adquirir con sus recursos propios la totalidad de los valores emitidos para posteriormente colocarlos en el mercado. En este caso, el emisor recibirá del colocador los recursos correspondientes a la totalidad de la emisión y por tanto, si los valores no son adquiridos por los inversionistas se mantendrán en la cuenta propia del agente colocador.

Pero también puede ocurrir que el colocador solamente se comprometa a adquirir el remanente de la emisión no adquirido por el público al finalizar el período de colocación.

Estas dos últimas modalidades actúan como mecanismo de garantía para el emisor, quien podrá eliminar o mitigar el riesgo de la emisión mediante su traslado al agente colocador. Teniendo en cuenta el mayor riesgo que estas modalidades contractuales representan para el colocador, quien podría incluso quedarse con la totalidad de la emisión dentro de su portafolio o cuenta propia, implican un mayor costo para el emisor.

3.6. Las operaciones de adquisición y enajenación de valores efectuadas por cuenta propia.

Aunque estas operaciones pueden efectuarse por todos los intermediarios de valores, ya que estos deben contar inicialmente con unos capitales mínimos y posteriormente, mantener determinadas relaciones patrimoniales, lo cual implica que una parte importante de sus activos propios estén conformados por valores, esta es la operación de intermediación típica de los establecimientos bancarios.

En efecto, los bancos únicamente pueden efectuar en el mercado de valores operaciones por cuenta propia, dentro de las cuales tienen gran relevancia las que ejecutan en su condición de creadores de mercado de deuda pública, adquiriendo títulos emitidos por la Nación y distribuyéndolos posteriormente entre los diversos inversionistas.

Las dos características de estas operaciones son la fuente de los recursos con que se efectúan (recursos propios) y el que estas son ejecutadas directamente por un afiliado a un sistema de negociación de valores o de registro de operaciones sobre valores, para el ejemplo citado, el establecimiento de crédito que adelanta operaciones con títulos de deuda pública.

Mediante el Decreto 1121 de 2008²⁹ se modificó el criterio de habitualidad que caracterizó en el pasado a las operaciones por cuenta propia³⁰. Se entendía que la adquisición y enajenación de valores era habitual siempre que se efectuaran en un período de veinte días calendario más de quince operaciones de compra y más de quince operaciones de venta, por un valor que superará los 65.000 SMLMV, que para el último año en que estuvo vigente la norma equivalían a \$29.997.500.000³¹.

Para el caso de las empresas del sector real, debía adicionarse a los anteriores requisitos, el que por lo menos el 50% de sus ingresos fueran producto de las actividades de compra y venta de valores, para que se consideraran como habituales.

Una vez eliminado el requisito de habitualidad para configurar las operaciones por cuenta propia, basta con que se efectúe una sola operación por valor de \$1 por parte de un afiliado a un sistema de negociación de valores o de registro de operaciones sobre valores para que se califique como de intermediación de valores.

Existen entidades como los establecimientos bancarios y las compañías de seguros, que de acuerdo con sus lineamientos estratégicos de negocio pueden tener o no la calidad de intermediarios de valores. En el primer caso, pueden

29 Incorporado en la Parte Séptima del Decreto 2555 de 2010.

30 Puede consultarse el Artículo 1.5.1.2. de la Resolución 400 de 1.995 de la Sala General de la Superintendencia de Valores.

31 El SMLMV para el año 2008 ascendía a \$461.500.

efectuar sus operaciones por cuenta propia de manera directa acudiendo a un sistema de negociación o en el mercado mostrador, caso en el cual deberán cumplir con todas las obligaciones propias de los intermediarios de valores. Otros bancos o aseguradoras pueden optar por realizar sus operaciones por cuenta propia a través de un tercero, como una sociedad comisionista, caso en el cual no serán considerados como intermediarios de valores.

Para las empresas del sector real, una vez eliminado el criterio de habitualidad, se les restringió la posibilidad de actuar como intermediarios de valores, categoría reservada hoy a las entidades sujetas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia y las entidades públicas autorizadas para actuar como tales³².

3.7. La asesoría y el ofrecimiento de servicios para la enajenación y adquisición de valores.

El Decreto 4939 de 2009³³ catalogó una nueva operación como de intermediación de valores, la asesoría para la adquisición y enajenación de valores, reservando su realización, por tanto, únicamente a los intermediarios de valores.

Por asesoría se puede entender la formulación de recomendaciones personalizadas de inversión sobre productos o inversiones del mercado de valores, atendiendo al perfil del riesgo del cliente. Incluye, por tanto, una explicación previa acerca de la naturaleza del intermediario de valores con que se va a contratar, las características de los valores y de las operaciones objeto del contrato, así como de todos los elementos relevantes para que el cliente adopte decisiones informadas y razonadas de inversión.³⁴

El deber de asesoría tiene que ser cumplido por medio de una persona que se encuentre vinculada laboralmente al intermediario de valores y con certificación vigente para este fin.

Debe recordarse que uno de los objetivos de la Ley 964 de 2005 consiste en la profesionalización de las personas que participan en la realización de actividades de intermediación de valores, motivo por el cual creó el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores (RNPMV) como uno de los componentes del Sistema Integral de Información del Mercado de Valores (SIMEV). El artículo 8 de la citada Ley estableció la obligación de certificarse³⁵

32 En el Decreto 1525 de 2008 se encuentra el régimen de inversiones de las entidades estatales del orden nacional y territorial.

33 Incorporado en el artículo 7.1.1.1.3. del Decreto 2555 de 2010.

34 Puede verse los Artículos 7.3.1.1.3. del Decreto 2555 de 2010 y 1o del Reglamento de AMV.

35 El proceso de certificación comprende dos componentes. El primero se efectúa mediante la realización de exámenes de idoneidad profesional para verificar el grado de desarrollo de las competencias y habilidades de los profesionales obligados a certificarse. El segundo, referido a la solvencia moral de los profesionales, consiste en la verificación de la inexistencia de una serie de situaciones que llevarían a suponer que el aspirante no satisface las calidades mínimas para manejar recursos del público.

e inscribirse en el RNPMV para una serie de personas³⁶ y posteriormente, el Decreto 3139 de 2006³⁷, adicionó nuevos cargos o funciones sujetos a esta obligación³⁸ y dentro de estos, a las personas que asesoran a los clientes.

También se entiende como operación de intermediación de valores el ofrecimiento de servicios para la realización de cualquiera de las operaciones referidas en el numeral tercero de este documento, así como para negociar, tramitar, gestionar, administrar u ordenar la ejecución de cualquier tipo de operación con valores, carteras colectivas o cualquier activo financiero que genere entre las personas expectativas de beneficios económicos. (Decreto 2555 de 2010).

Por el contrario, no se entienden incorporadas dentro del concepto de asesoría a las personas que rinden conceptos o dictámenes para la realización de estudios de factibilidad, liquidación o reestructuración empresarial, definición de estructuras adecuadas de capital y estructuración de procesos de emisión y colocación, entre otras actividades, que se entiende pueden ser adelantadas por cualquier persona natural o jurídica. (Decreto 2555 de 2010).

4. CONCLUSIONES PRELIMINARES

De la interpretación de las normas que permiten conceptualizar en torno al fenómeno de la intermediación en el mercado de valores se puede concluir que cualquier persona natural o jurídica puede comprar o vender valores, pero existen unas entidades que de manera profesional y especializada se dedican a la negociación de valores, previa autorización o licencia del Estado, los denominados intermediarios de valores.

Dentro de las operaciones que efectúan los intermediarios de valores se encuentran las compraventas de valores de contado, las operaciones de reporto o repo, simultáneas y de transferencia temporal de valores, las cuales se pueden efectuar en sistemas de negociación de valores (multilaterales y transaccionales) o en el mercado mostrador, cumpliendo con la consiguiente obligación de reporte en un sistema de registro de operaciones sobre valores.

Para que estas operaciones se puedan dar, es preciso que los instrumentos financieros o valores con que se efectúan, se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) o listados en un sistema local de cotizaciones de valores extranjeros, como es el caso del Mercado Global Colombiano administrado por la Bolsa.

36 Las personas naturales que efectúen las funciones de tesorero, realicen operaciones en las mesas de dinero, administren o gestionen carteras colectivas y funciones relacionadas con las operaciones que se llevan a cabo en las mesas de dinero.

37 Incorporado en el Libro Cuarto de la Parte Quinta del Decreto 2555 de 2010.

38 Además de los asesores, se obligó a certificarse e inscribirse a las personas naturales que se encarguen de estructurar, dirigir o ejecutar directamente operaciones de intermediación de valores.

Las compras y ventas de valores se efectúan con recursos propios y para el portafolio del intermediario que las ejecuta o bien, con recursos y por cuenta de terceros, como en el caso del contrato de comisión para la compra y venta de valores o de los vehículos de inversión colectiva, tales como las carteras colectivas o los fondos de pensiones y de cesantías.

A partir de las anteriores características generales del concepto de intermediación, la regulación ha listado una serie de operaciones, catalogándolas como de intermediación de valores y señalando las entidades autorizadas para adelantarlas. Dentro de estas operaciones se encuentran, además de las efectuadas en desarrollo de contratos de comisión para la compra y venta de valores y de administración de recursos de terceros vía vehículos de inversión colectiva, las de corretaje de valores, fiducia de inversión individual, colocación y asesoría para la compra y venta de valores.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Bolsa de Valores de Colombia. Disponible en: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercado+Global/Listado+de+Acciones+y+ETFs?action=dummy>

Superintendencia Financiera de Colombia, (1996) Circular Básica Jurídica, Disponible en: <http://www.superfinanciera.gov.co/Normativa/NormasyReglamentaciones/cir007.htm>

CONGRESO DE COLOMBIA, Ley 964 de 2005.

Reglamento del Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia.

Reglamento General de la Bolsa de Valores de Colombia.

Superintendencia de Valores (1995) Resolución 400 de 1.995 de la Sala General.

Superintendencia Financiera de Colombia, SIMEV - Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) - emisores de valores, www.superfinanciera.gov.co

Superintendencia Financiera de Colombia, SIMEV - Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores (RNAMEV) - Proveedores de infraestructura. www.superfinanciera.gov.co