

Guía del mercado de valores





Esta guía es producto del Componente III del Convenio Colombia Capital “Desarrollo de instrumentos informativos sobre el mercado de capitales” y fue preparada por el Doctor Carlos Fradique-Méndez en virtud de contrato de consultoría de Julio de 2007.

Los derechos patrimoniales de autor de este documento son exclusivos del Banco Interamericano de Desarrollo

Bolsa de Valores de Colombia 2008

Presidente

Juan Pablo Córdoba Garcés

Vicepresidente de Administración y Gestión de Proyectos

Armanda Mago Vicentelli

Gerente Colombia Capital

Pilar González Saavedra

Guía del mercado de valores

Juan Pablo Córdoba Garcés

Prólogo



Con el fin de ampliar la profundidad del mercado de capitales colombiano, el 9 de noviembre de 2005 el BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO, como administrador de los recursos reembolsables del Fondo Multilateral de Inversiones FOMIN, suscribió con la BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA un convenio de cooperación técnica denominado COLOMBIA CAPITAL, el cual adicionalmente cuenta con nueve socios locales que incluyen la Superintendencia Financiera de Colombia, las Cámaras de Comercio de Bogotá, Medellín, Cali y Bucaramanga, la Asociación Nacional de Empresarios (ANDI), Proexport, la Asociación Colombiana de Administradoras de Fondos de Pensiones (ASOFONDOS) y el Depósito Centralizado de Valores (DECEVAL).

El propósito de COLOMBIA CAPITAL ha sido dar a conocer a los empresarios las ventajas del mercado de valores y desarrollar mecanismos alternativos de financiación e inversión de largo plazo para empresas y para inversionistas, así como también, coordinar a otros actores como los reguladores, para modernizar la regulación y así promover el desarrollo y la dinámica del mercado de capitales, que estamos seguros se convertirá en factor de competitividad de nuestras empresas y motor del desarrollo del país.

Dentro de este contexto, el convenio ha venido trabajando desde sus inicios y en varias ciudades de Colombia, en la capacitación a empresas, inversionistas y gestores de fondos de capital privado, el acompañamiento en los procesos de emisión, la promoción de modificaciones regulatorias y ha servido como catalizador de los diferentes agentes participantes de la industria de capital privado.

La Guía del Mercado de Valores, complementa el trabajo desarrollado en el marco de COLOMBIA CAPITAL. Está dirigida a empresarios, asesores, inversionistas y agentes del mercado de valores y no pretende agotar los temas incluidos en la misma por cuanto constituye un punto de referencia de los mismos cuya aplicación deberá evaluarse en cada caso en particular. La Guía será actualizada periódicamente, a fin de que los usuarios cuenten con una herramienta que responda a los cambios regulatorios propios de la dinámica del mercado.

Juan Pablo Córdoba Garcés
Presidente

Guía del mercado de valores

Carlos Fradique-Méndez



Esta guía tiene por objeto describir los aspectos fundamentales relacionados con el mercado de valores. En particular, analiza la estructura del mercado de valores, las entidades competentes para regular y supervisar el mercado, el concepto de valor y los instrumentos que se consideran valores, los participantes del mercado de valores, la gestión de información en el mercado y las características generales del comportamiento del mercado. Así mismo, se describen los procesos de emisión y oferta pública de valores, los aspectos principales de la negociación de valores en el mercado y otros temas de particular relevancia.

Esta guía ha sido elaborada con fines académicos y no como documento con base en el cual se deban tomar decisiones en el mercado de valores. Por lo tanto, cualquier actuación en el mercado debe ser realizada con la asesoría previa de un experto en la materia.

* Carlos Fradique-Méndez es abogado de la Universidad del Rosario, admitido como abogado en el Estado de Nueva York. Actualmente es socio de Brigard & Urrutia Abogados a cargo, entre otros, de los equipos de Mercado de Valores, Derivados y Cambios Internacionales. Concentra su práctica en las áreas de finanzas corporativas y estructuradas, project finance, mercado de valores, mercado bancario y reorganizaciones empresariales. Master en Negocios Internacionales de la Universidad de Ottawa, Master en Derecho Internacional Financiero de la Universidad de Boston, especialista en Legislación Financiera de la Universidad de los Andes y Diplomado en Derecho Internacional para el Desarrollo del Instituto de Derecho para el Desarrollo de Roma, Italia. Abogado asociado en Shearman & Sterling en Nueva York y jefe de la Oficina Jurídica del Ministerio de Hacienda y Crédito Público – Dirección del Tesoro Nacional. Es miembro del Tribunal Disciplinario del Autorregulador del Mercado de Valores -AMV.

Resumen de contenido

INTRODUCCIÓN.

I. ASPECTOS GENERALES.

1. Esquemas de financiación y estructura del sector financiero.
2. Regulación y supervisión del mercado.
3. Valores que se negocian en el mercado de valores.
4. Intervinientes en el mercado de valores.
5. Sistema Integral de Información del Mercado de Valores (SIMEV).

II. EMISIÓN Y OFERTA DE VALORES.

1. Introducción.
2. Concepto de oferta pública de valores y oferta privada de valores.
3. Procedimiento para adelantar ofertas públicas de valores.
4. Casos especiales de ofertas públicas.

III. NEGOCIACIÓN DE VALORES EN EL MERCADO DE VALORES.

1. La negociación de valores en general.
2. Ofertas públicas de adquisición.
3. Martillos.
4. Ofertas de democratización.

IV. PROTECCIÓN A LOS INVERSIONISTAS.

1. Gobierno Corporativo.
2. Otros mecanismos de protección de los inversionistas.

V. AUTORREGULACIÓN.

VI. INVERSIONISTAS Y PRODUCTOS EXTRANJEROS.

1. Inversión extranjera en el mercado de valores.
2. Productos y servicios financieros internacionales.

VII. PRINCIPALES ASPECTOS SOBRE PROVISIÓN DE INFRAESTRUCTURA EN EL MERCADO.

1. Compensación y liquidación.
2. Depósitos Centralizados de Valores.
3. Cámaras de Riesgo Central de Contraparte.
4. Administración de Sistemas Transaccionales.
5. Calificación de riesgos.

VIII. OPERACIONES ESPECIALES.

IX. INFRACCIONES, SANCIONES Y PREVENCIÓN Y CONTROL DEL LAVADO DE ACTIVOS Y FINANCIACIÓN DEL TERRORISMO.

BIBLIOGRAFÍA

Contenido

	Página
Introducción.	15
I. Aspectos generales.	17
1. Estructura del sistema financiero.	19
1.1. Sistema bancario.	21
1.2. Estructura del mercado de valores.	24
1.3. Profundización del mercado colombiano e indicadores del comportamiento de valores y emisores.	28
2. Regulación y supervisión del mercado.	42
2.1. El Congreso de la República.	42
2.2. El Gobierno Nacional – Ministerio de Hacienda y Crédito Público.	43
2.3. La Superintendencia Financiera.	43
2.4. Otras entidades con competencias regulatorias.	48
3. Valores que se negocian en el mercado de valores.	50
3.1. Clasificaciones generales de los valores.	51
3.2. Principales valores que se negocian en el mercado.	53
4. Intervinientes en el mercado de valores.	75
4.1. Emisores de Valores.	75
4.2. Intermediarios de valores.	83
4.3. Inversionistas.	102
5. Sistema Integral de Información del Mercado de Valores - SIMEV.	117
5.1. Composición del Sistema Integral de Información del Mercado de Valores e inscripción de emisores.	117
5.2. Registro Nacional de Valores y Emisores.	118
5.3. Registro Nacional de Agentes de Mercado.	121
5.4. Registro Nacional de Profesionales del Mercado.	123
II. Emisión y oferta pública de valores.	125
1. Oferta pública y oferta privada.	128
1.1. Oferta pública.	128
1.2. Oferta privada.	128
2. Procedimiento para adelantar ofertas públicas de valores.	129
3. Casos especiales de oferta pública.	130
3.1. Oferta pública exclusiva en el exterior.	130
3.2. Oferta pública simultánea en Colombia y en el exterior.	130
III. Negociación de valores en el mercado de valores.	131

1. La negociación de valores en general.	133	V. Autorregulación.	167
2. Ofertas públicas de adquisición.	134	1. Aspectos generales de la autorregulación.	169
2.1. Aspectos generales.	135	2. Organismos autorizados para ejercer actividades de autorregulación.	170
2.2. Excepciones a la obligatoriedad de realizar una OPA.	135	3. Relaciones entre los organismos de autorregulación y las autoridades estatales.	171
2.3. Procedimiento de una OPA.	136	VI. Inversionistas y productos extranjeros.	173
2.4. Casos especiales de OPA.	144	1. Inversión extranjera en el mercado de valores.	175
3. Martillos.	149	1.1. El inversionista extranjero.	176
4. Ofertas de democratización.	151	1.2. Los fondos de inversión de capital extranjero.	176
IV. Protección de los inversionistas.	153	1.3. El administrador internacional y el administrador local.	179
1. Gobierno corporativo.	155	1.4. Aspectos cambiarios relacionados con la inversión extranjera de portafolio en Colombia.	179
1.1. Estándares de gobierno corporativo sobre juntas directivas.	156	1.5. Fondos ADR'S y GDR'S.	180
1.2. Estándares de gobierno corporativo sobre comités de auditoría.	158	2. Productos y servicios extranjeros.	182
1.3. Estándares de gobierno corporativo sobre códigos de buen gobierno.	159	2.1. Promoción y oferta de servicios del mercado de valores y del mercado bancario.	183
2. Otros mecanismos de protección de los inversionistas.	161	2.2. Actividades permitidas y prohibidas de los corresponsales y de las oficinas de representación.	184
2.1. Procedimiento especial para la protección de accionistas minoritarios.	161	2.3. Excepciones a la obligación de establecer una oficina de representación o de celebrar un contrato de corresponsalía.	186
2.2. Derechos de los tenedores de bonos.	162	2.4. Obligaciones de información de las oficina de representación y de los orresponsales durante la vigencia de la oficina o el contrato de corresponsalía.	191
2.3. Conflictos de interés e información privilegiada.	163		
2.4. Prácticas ilegales y sanos usos del mercado.	163		
2.5. Saneamiento.	165		

VII. Principales aspectos sobre provisión de infraestructura en el mercado y la calificación de riesgos.	193
1. Compensación, liquidación y los depósitos centralizados de valores.	196
1.1. El principio de finalidad en las operaciones sobre valores.	197
1.2. Las garantías.	197
1.3. Anotación en cuenta.	197
2. Los depósitos centralizados de valores.	198
2.1. Entidades autorizadas para actuar como depositarios de valores.	198
2.2. Titularidad y transferencia de los bienes depositados.	199
2.3. Perfeccionamiento del depósito.	200
3. Las cámaras de riesgo central de contraparte.	200
3.1. Funcionamiento general.	200
3.2. Intervinientes en las transacciones que se desarrollan a través de una CRCC.	202
3.3. La CRCC de Colombia.	204
4. Sistemas de negociación y registro de valores.	205
4.1. Sistemas de negociación de valores.	205
5. La calificación de riesgos.	208
5.1. Calificadoras de riesgo.	208

5.2. Procedimiento de calificación.	211
VIII. Operaciones especiales.	219
1. Operaciones de reporto o repo, simultáneas y de transferencia temporal de valores.	221
2. Carrusel.	225
3. Operaciones a plazo.	225
4. Operaciones de derivados.	228
4.1. Características básicas.	228
4.2. Funciones económicas.	228
4.3. Principales mercados de derivados.	228
4.4. Principales derivados.	229
4.5. Formas de cumplimiento de los derivados.	235
4.6. Tratamiento legal de los derivados estandarizados.	235
IX. Infracciones, sanciones y prevención del lavado de activos, y financiación del terrorismo.	237
1. Infracciones.	239
2. Régimen de sanciones.	242
3. Prevención y control de lavado de activos en el mercado de valores.	244
3.1. Prevención y control de entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera.	244
3.2. Prevención y control de lavado de activos y financiación del terrorismo para emisores de valores.	245
Bibliografía	249

Glosario de términos comunes

AMV: Autorregulador del Mercado de Valores.

BVC: Bolsa de Valores de Colombia.

BNA: Bolsa Nacional Agropecuaria.

Comisionistas de Bolsa: Sociedades comisionistas de bolsa.

CRCC: Cámara de Riesgo Central de Contraparte

Deceval: Depósito Centralizado de Valores de Colombia S.A.

DCV: Depósito Central de Valores.

Comisionistas independientes: Sociedades comisionistas independientes de valores.

Emisores: Entidades legalmente habilitadas para emitir valores en el mercado de valores, de acuerdo con la Resolución 400 de 1995.

Fogafin: Fondo de garantías de instituciones financieras.

Inversionistas: Personas naturales o jurídicas, o patrimonios autónomos, que adquieren valores en el mercado de valores. Incluye inversionistas profesionales y clientes-inversionistas, salvo que expresamente se establezca lo contrario.

IOSCO: Organización Internacional de Comisiones de Valores.

REIT: Real Estate Investment Trust.

RNAM: Registro Nacional de Agentes del Mercado.

RNPM: Registro Nacional de Profesionales del Mercado.

RNVE: Registro Nacional de Valores y Emisores.

SARLAFT: Sistema de Administración de Riesgo de Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo.

SIMEV: Sistema Integral de Información del Mercado de Valores.

SIPLA: Sistema Integral para la Prevención del Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo.

Superfinanciera: Superintendencia Financiera.

UIAF: Unidad de Información y Análisis Financiero.

Introducción

Esta guía describe los aspectos fundamentales de la estructura y funcionamiento del mercado de valores, y tiene como propósito servir de manual práctico e introductorio para quienes participan o están interesados en el mercado de valores.

La guía está organizada en nueve partes:

En la primera parte se describen los aspectos generales del mercado de valores. La primera parte está subdividida en cinco capítulos, que hacen referencia, en su orden a: la estructura del mercado, autoridades del mercado, los participantes en el mercado (inversionistas, emisores e intermediarios de valores), los tipos de valores que se negocian en el mercado de valores, y el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores.

En la segunda parte se describen los asuntos relativos al proceso de emisión de valores. Esta parte se subdivide, a su vez, en: los aspectos generales sobre las ofertas públicas y privadas de valores, así como las ofertas de democratización; el procedimiento para adelantar ofertas públicas y de democratización; y casos especiales de ofertas públicas.

En la tercera parte se analiza la regulación relacionada con la negociación de valores. En esta parte se incluye la regulación de la negociación ordinaria de valores, las ofertas públicas de adquisición (OPAs), los martillos y los aspectos del mercado de valores relacionados con las privatizaciones.

Las partes cuarta a novena hacen referencia a distintos aspectos relevantes para el entendimiento del mercado de valores.

En la parte cuarta se describen los principales mecanismos de protección de los inversionistas en el mercado; en la parte quinta se describen los principales aspectos sobre autorregulación; en la parte sexta se hace referencia a los inversionistas y productos extranjeros; en la parte séptima se hace referencia a los principales aspectos sobre provisión de infraestructura en el mercado; en la parte octava se describen los principales aspectos sobre ciertas operaciones especiales en el mercado; y por último, en la parte novena se describe el régimen de infracciones y sanciones, y de prevención y control de lavado de activos en el mercado de valores.

Separador Capítulo I

Aspectos generales

Separador Capítulo I

Aspectos generales

Capítulo I

Aspectos generales

Este capítulo se refiere a (1) la estructura del sector financiero, (2) las autoridades del mercado, (3) los valores que se negocian en el mercado, (4) los intervinientes en el mercado de valores, y (5) el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores.

1. Estructura del sistema financiero.

El sistema financiero es el conjunto de instituciones y operaciones a través de las cuales se transfieren recursos de los individuos con recursos disponibles para depositar o invertir (sector superavitario) a las personas y empresas que los requieren para sus proyectos (sector deficitario). El sistema financiero comprende el mercado bancario, también llamado intermediado, y el mercado de valores, también llamado desintermediado.

En el mercado bancario la transferencia de recursos de los sectores superavitarios a los sectores deficitarios tiene lugar a través de entidades que actúan como intermediarios, que, separada e independientemente, se relacionan con los depositantes y con quienes requieren financiación.

En el mercado de valores, la transferencia de recursos de sectores superavitarios a sectores deficitarios tiene lugar a través de una relación directa entre ambos sectores mediante la emisión de valores. En particular, en este mercado no existen intermediarios propiamente dichos (es decir, entidades que se relacionen de forma completamente independiente entre sectores superavitarios y deficitarios), sino agentes que ponen en contacto a los emisores e inversionistas (intermediarios del mercado de valores).

El sistema financiero tiene un rol fundamental en la economía porque funciona como medio de gestión de riesgos, provee un sistema de pagos y permite asignar un precio a los recursos financieros.

- i) Gestión de riesgos. En los contratos existe disparidad o asimetría de la información entre los contratantes, dado que el acreedor no conoce ni puede conocer en su totalidad las condiciones económicas del deudor. Por lo anterior, el acreedor no tiene posibilidad de conocer completamente si el deudor estaría en condiciones o no de devolver los recursos en la oportunidad y condiciones pactadas.

A pesar de lo anterior, el sistema financiero permite disminuir ese riesgo de incumplimiento generado por la disparidad de la información. En el caso del mercado bancario, los bancos tienen por objeto captar recursos de los depositantes de manera profesional, y evaluar a posibles deudores para colocar esos recursos bajo su responsabilidad. El depositante no tiene el riesgo del deudor del banco: su riesgo es el banco directamente. Por la gestión anterior, el banco cobra un margen de intermediación que cubre sus costos y gastos, y refleja, respecto de ese negocio, su utilidad.

En el mercado de valores, los inversionistas pueden disminuir el riesgo de realizar inversiones en valores mediante la entrega de sus recursos a un intermediario del mercado de valores para que sea éste quien invierta en parte dichos recursos y, por lo tanto, quien asuma la responsabilidad de informarse acerca de las condiciones económicas de los emisores de los valores en los cuales se invertirá.

- ii) Sistema de pagos. El sistema financiero provee un sistema de pagos distinto de la entrega física de dinero, dado que los bancos operan mecanismos que permiten la transferencia de recursos a lo largo del tiempo y del espacio a través de sí mismos y sin necesidad de entregas materiales. Así, por ejemplo, los bancos permiten transferir recursos a través de giros, transferencias bancarias y cheques por parte de quienes tienen una cuenta corriente. De igual forma, en el mercado de valores, los inversionistas pueden realizar pagos mediante la transferencia de los valores de su propiedad.

La provisión de un sistema de pagos por parte del sistema bancario tiene dos efectos principales. En primer lugar, se otorga mayor seguridad a la realización de pagos, dado que quien realiza tales pagos se libera de las contingencias que implica la tenencia material del dinero. En segundo lugar, se le da mayor liquidez a la economía en general, en la medida en que la existencia de mecanismos distintos de la entrega física del dinero agiliza y facilita el pago de obligaciones.

- iii) Asignación de precios a los recursos financieros. El sistema financiero permite asignar una medida de valor a los recursos de los sectores superavitarios que son transferidos a los sectores deficitarios. En particular, los bancos otorgan un precio a los depósitos de los depositantes y un precio a los recursos que se otorgan en préstamo. De esta forma, el sistema bancario determina el precio que el dinero tiene para operaciones con plazos similares.

Así mismo, en el mercado de valores, la oferta y demanda por valores en los mercados primario y secundario, permite el establecimiento de precios para dichos activos financieros.

1.1. Sistema bancario.

El mercado bancario está compuesto por las instituciones que captan recursos del público, principalmente pero no exclusivamente en la forma de depósitos, con el objeto de realizar operaciones activas de crédito y operaciones neutras (es decir, operaciones en las cuales la respectiva institución no actúa principalmente como acreedor o como deudor).

En Colombia, el mercado bancario está compuesto por los establecimientos de crédito y además, otras entidades que tienen funciones similares, pero que no captan fondos a través de depósitos ni los colocan en la forma de créditos. Específicamente, la estructura del mercado bancario colombiano está organizada de la siguiente forma:

- i) Establecimientos de crédito. En esta categoría se incluyen los bancos comerciales, las corporaciones financieras, las compañías de financiamiento comercial y las cooperativas financieras.

Los bancos comerciales son entidades que tienen por objeto la captación profesional de recursos del público y su colocación a través de operaciones activas de crédito. Los bancos comerciales son las únicas instituciones financieras autorizadas para captar recursos mediante depósitos en cuenta corriente.

Las corporaciones financieras son entidades financieras que tienen por objeto captar recursos del pú-

blico y realizar operaciones activas de crédito. La particularidad de las corporaciones financieras es que sus actividades tienen como finalidad promover la creación, reorganización y expansión de empresas del sector real de la economía. Como desarrollo de esta finalidad especial, a diferencia de los bancos comerciales, las corporaciones financieras pueden invertir en empresas del sector real.

Las compañías de financiamiento comercial comparten con los bancos comerciales y las corporaciones financieras el tener por objeto la captación profesional de recursos del público, y su colocación mediante operaciones activas de crédito. Su característica distintiva consiste en la finalidad con la que realizan tales operaciones, la cual consiste en facilitar la comercialización de bienes y servicios, así como realizar operaciones de arrendamiento financiero o leasing.

Las cooperativas financieras son entidades que realizan actividades financieras y cuya estructura no tiene la forma de una sociedad anónima, sino de una cooperativa.

- ii) Sociedades auxiliares del crédito. En este grupo se encuentran las entidades que intermedian recursos del público mediante su captación y colocación profesional. Sin embargo, esta captación no tiene la forma de depósitos y la colocación no se realiza a través de créditos.

Dentro de este grupo están las sociedades fiduciarias, los almacenes generales de depósito y los fondos de pensiones y cesantías. Los fondos de pensiones y cesantías, por su objeto y operaciones, corresponden a inversionistas institucionales, no obstante lo cual la ley los clasifica como sociedades auxiliares del crédito.

iii) Inversionistas institucionales. Los inversionistas institucionales son instituciones que tienen por objeto captar recursos del público con el fin de invertirlos en valores. Tales entidades, sin embargo, no son exclusivas del mercado bancario, dado que las actividades que realiza un inversionista institucional pueden implicar una relación separada e independiente con los sectores superavitarios y deficitarios de la economía (como es el caso de las entidades aseguradoras y las sociedades de capitalización), o bien pueden tener por objeto facilitar la relación directa entre dichos sectores, lo cual es propio del mercado de valores (como es el caso de las carteras colectivas, según se explica en el capítulo correspondiente). Dentro de este grupo están las siguientes entidades:

- Las entidades aseguradoras.
- Las sociedades de capitalización. Son entidades que tienen por objeto estimular el ahorro. Esta finalidad la cumplen mediante la constitución, en cualquier forma, de capitales a cambio de desembolsos únicos o periódicos.
- Carteras colectivas. Son vehículos de captación y administración de recursos de terceros, los cuales se integran con el aporte de un número plural de personas determinables una vez la cartera está en operación. Estos recursos son gestionados de manera colectiva para obtener resultados igualmente de forma colectiva.

iv) Otras instituciones. En este grupo se clasifican entidades que no se encuentran en ninguno de los anteriores grupos pero que prestan servicios conexos o de soporte a las instituciones financieras, o bien ejercen actividades propiamente financieras. En este grupo se encuentran las sociedades de servicios técnicos y administrativos, las sociedades de inversión colectiva y las cajas de compensación.

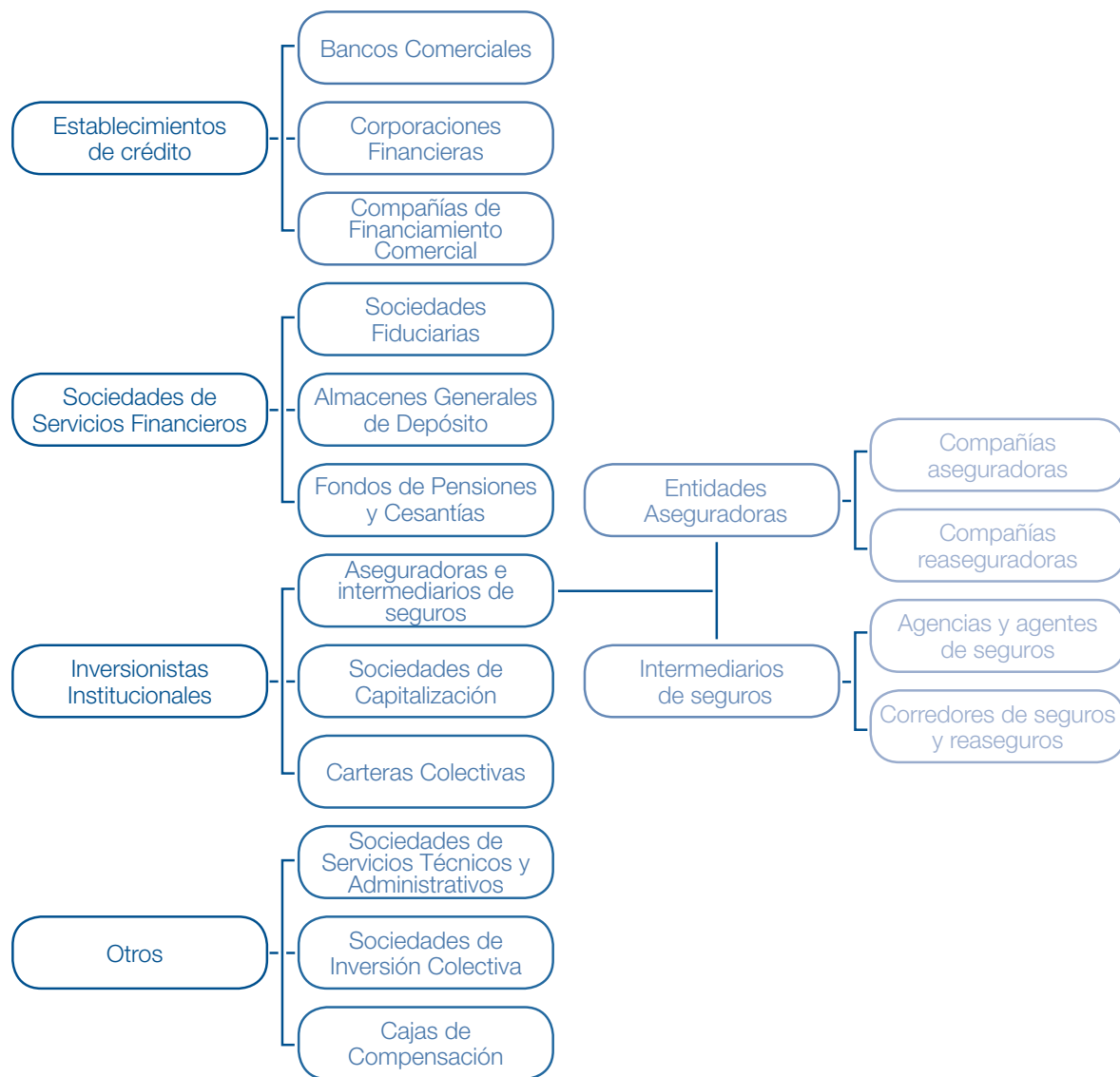
Las sociedades de servicios técnicos y administrativos, son entidades que prestan servicios de soporte administrativo u operativo a las instituciones financieras, como sucede con el soporte de la infraestructura tecnológica.

Las sociedades de inversión colectiva son entidades que tienen por objeto adquirir y administrar los inmuebles que las entidades financieras ofrezcan para ser enajenados.

Las cajas de compensación son entidades que hacen parte del sistema de seguridad social, cuyos recursos se integran con el aporte de sus afiliados, y las cuales tienen por objeto promover la educación, empleo, turismo, salud, la adquisición de vivienda y el subsidio familiar. Estas entidades están autorizadas para desarrollar actividades financieras con sus empresas afiliadas, trabajadores, pensionados, independientes y desempleados afiliados.

De acuerdo con lo anterior, la estructura del mercado bancario tiene la siguiente forma:

Gráfica 1. Estructura básica del mercado bancario colombiano.



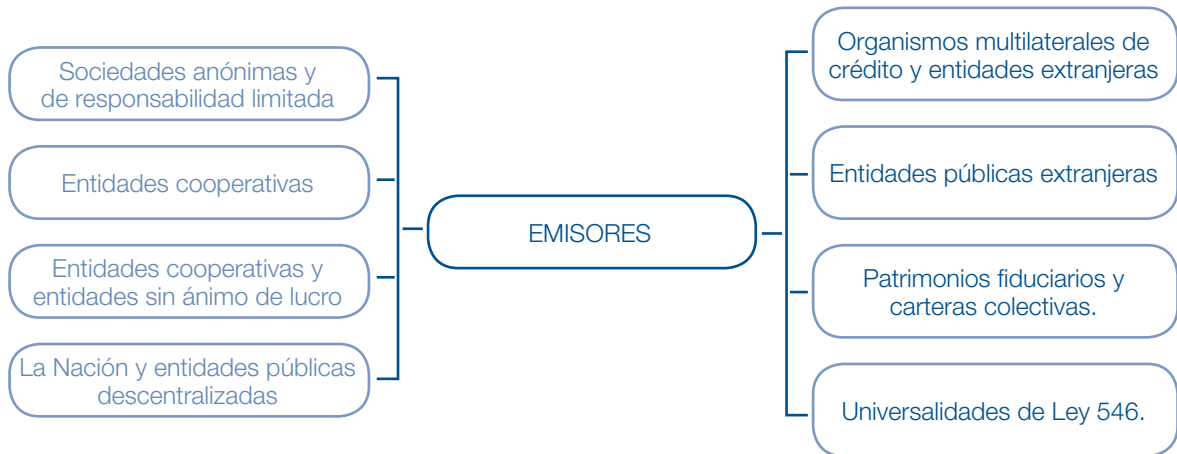
1.2. Estructura del mercado de valores.

Como se mencionó, el mercado financiero comprende el mercado bancario y el mercado de valores. El mercado de valores está principalmente compuesto

por emisores de valores, inversionistas y facilitadores o intermediarios entre emisores e inversionistas. A continuación se representa la estructura del mercado de valores de forma general, y cada uno de sus intervinientes se explica en los capítulos correspondientes.

Gráfica 2. Estructura del mercado de valores.

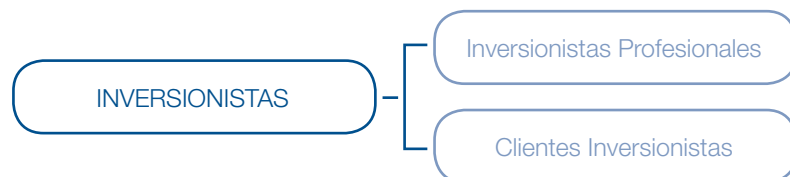
i) Emisores.



ii) Intermediarios y facilitadores.



iii) Inversionistas.



El mercado de valores se clasifica principalmente de acuerdo con los siguientes criterios:

En primer lugar, se divide en Mercado Primario y Mercado Secundario, dependiendo de si se trata de la emisión de valores por el emisor o de la negociación entre inversionistas de valores ya emitidos y en circulación.

En segundo lugar, de acuerdo con el sistema a través del cual tiene lugar la negociación de los valores, el mercado se divide en Mercado Bursátil y Mercado Extra-bursátil. El primero se refiere al mercado en el cual se negocian valores por medio de una bolsa de valores o de un sistema transaccional, y el segundo se refiere al mercado en el cual se negocian valores por fuera de una bolsa de valores o sistemas transaccionales.

En tercer lugar, de acuerdo con las personas autorizadas a invertir o comprar y vender valores, el mercado se divide en Mercado Principal y Segun-

do Mercado. En el primero participa el público en general y el segundo está restringido a Inversionistas Profesionales.

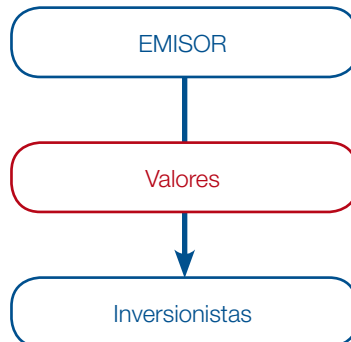
1.2.1. Emisión y negociación: mercado primario y mercado secundario.

El Mercado Primario se refiere a las transacciones mediante las cuales se adquieren valores directamente del emisor, según se muestra en la gráfica a continuación. Esto no obsta, sin embargo, para que haya intermediación por parte de un agente colocador, y para que la emisión tenga lugar en el Mercado Bursátil o Extra-bursátil.

El Mercado Secundario se refiere a las transacciones mediante las cuales se negocian, entre inversionistas, valores que han sido previamente emitidos. Según se describirá en el capítulo sobre negociación de valores, este mercado está particularmente regulado en los casos de compraventas de acciones superiores a ciertos montos, independientemente del porcentaje de participación que representen en emisores inscritos, y de enajenaciones de participaciones sustanciales de valores que otorguen derecho a voto en el emisor.

Gráfica 3. Mercado Primario y Mercado Secundario

Gráfica 3.1. Mercado Primario



Gráfica 3.2. Mercado Secundario



1.2.2. Sistemas de negociación: Mercado Bursátil y Mercado Extrabursátil.

El Mercado Bursátil se refiere a las transacciones que se realizan a través de una bolsa de valores (para lo cual es necesaria la intervención de una comisionista de bolsa) o de sistemas transaccionales.

Una bolsa de valores es una entidad autorizada por el Gobierno que tiene por objeto funcionar como mecanismo a través del cual sus miembros negocian valores, que provee normas, supervisión y servicios específicamente encaminados a facilitar dichas negociaciones.

Los sistemas de negociación de valores son plataformas para la realización de transacciones sobre valores distintos de acciones y bonos obligatoriamente convertibles en acciones, en donde no necesariamente intervienen comisionistas de bolsa como compradores y vendedores. La administración de sistemas de negociación de valores sólo puede ser desarrollada por entidades sometidas a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera, previamente autorizadas para tal efecto. En Colombia, los principales sistemas transaccionales son los siguientes:

- i) El Mercado Electrónico Colombiano (MEC), mediante el cual se negocian valores distintos de títulos de deuda pública, y el cual es administrado y reglamentado por la BVC.
- ii) Sistema Electrónico de Negociación (SEN), mediante el cual se negocian fundamentalmente valores de deuda pública, y el cual es administrado por el Banco de la República. Los usuarios (Agentes) pueden actuar directamente o a través de intermediarios de valores.

El Mercado Extrabursátil, Mostrador u OTC, a diferencia del anterior, abarca las transacciones sobre valores que se realizan por fuera de una bolsa de valores o de sistemas transaccionales.



1.2.3. Público en general e inversionistas calificados: mercado principal y segundo mercado.

El Mercado Principal se refiere al conjunto de transacciones en las cuales el público en general puede comprar o vender valores.

El Segundo Mercado, por el contrario, se refiere a las transacciones en las cuales únicamente pueden comprar y vender valores los inversionistas calificados. Para estos efectos, se entienden como inversionistas calificados o profesionales los inversionistas que tengan un patrimonio igual o superior a diez mil (10.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes y cumplan al menos una de las siguientes condiciones:

- i) Ser titular de un portafolio de inversión de valores igual o superior a cinco mil (5.000) salarios mínimos legales vigentes (COP2.307.500.000 en 2008).
- ii) Haber realizado directa o indirectamente quince (15) o más operaciones de enajenación o de adquisición, durante un período de sesenta (60) días calendario, en un tiempo que no supere los dos años anteriores al momento en que se vaya a realizar la clasificación del inversionista. El valor agregado de estas operaciones debe ser igual o superior al equivalente a treinta y cinco mil (35.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes (COP16.152.500.000 en 2008).

No obstante lo anterior, el público en general puede participar en el Segundo Mercado en las siguientes operaciones:

- i) Las compraventas de acciones o bonos convertibles en acciones que efectúen entre sí los accionistas del emisor.
- ii) La emisión de acciones o de bonos convertibles en acciones que se efectúen en uso del derecho de preferencia. El derecho de preferencia es el que tiene, por regla general, todo accionista o tenedor de bonos convertibles en acciones de suscribir un número de dichos valores de forma proporcional al número de valores de los que ya es titular.
- iii) Las readquisiciones de acciones, es decir, las adquisiciones que realiza el emisor de sus propias acciones después de que éstas han sido emitidas y suscritas por inversionistas.

Los valores que hayan formado parte del Segundo Mercado pueden trasladarse al Mercado Principal, con autorización previa de la Superintendencia Financiera. Los valores que hagan parte del Mercado Principal, por el contrario, no pueden ser trasladados al Segundo Mercado sino en el evento en que se haya formulado una oferta pública de adquisición.

1.3. Profundización del mercado colombiano e indicadores del comportamiento de valores y emisores.

En esta sección se describe el nivel de profundización o desarrollo del mercado de valores en Colombia, teniendo en cuenta los indicadores a través de los cuales se mide la profundización del mercado y la situación de Colombia con relación a tales indicadores. Así mismo, se hace referencia a indicadores usuales para medir ciertos aspectos centrales del comportamiento económico de un emisor y de sus valores en el mercado, así como los indicadores usados por la BVC para medir la tendencia general de los precios (particularmente de las acciones) en el mercado.

1.3.1. Indicadores de profundización del mercado.

La profundización o desarrollo del mercado de valores se mide de forma conjunta por el tamaño, la liquidez, la eficiencia y la concentración del mercado, mediante los indicadores que se definen a continuación:

i) Tamaño del mercado.

El tamaño del mercado accionario se mide mediante el número que resulta de dividir la capitalización del mercado (que equivale al valor en pesos de las acciones de emisores inscritas en bolsa teniendo en cuenta los precios de mercado) por el Producto Interno Bruto (PIB).

Para el caso de valores de renta fija (es decir, aquellos cuyos rendimientos son determinados o determinables al momento de ser emitidos), el tamaño del mercado se mide mediante la relación entre la capitalización de valores de renta fija pública y privada en pesos, y PIB (*valores de renta fija pública y privada/*

PIB). Al igual que sucede con las acciones, entre mayor sea el número, mayor es el tamaño del mercado.

ii) Liquidez.

El nivel de liquidez o actividad del mercado de valores se mide mediante la relación entre el valor total en pesos de los valores transados en el mercado de valores y el PIB (*monto total de valores transados en el mercado de valores/PIB*). Entre mayor sea el número, mayor es la liquidez o actividad relativa del mercado.

iii) Eficiencia.

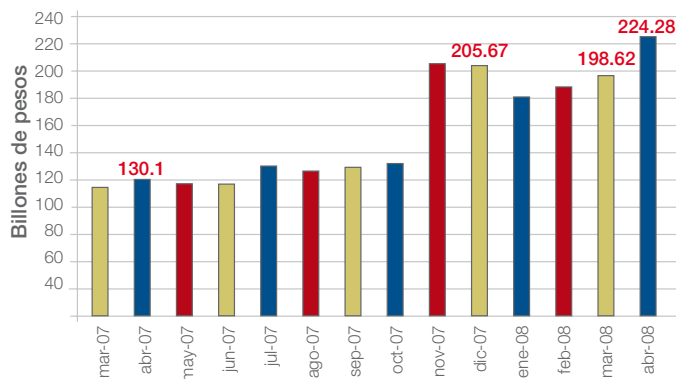
La eficiencia del mercado se mide mediante la relación entre la liquidez del mercado y su tamaño o capitalización.

iv) Concentración del mercado.

La concentración del mercado se mide mediante la proporción que representa el monto total de las acciones de los diez principales emisores inscritos en bolsa dentro del total de la capitalización bursátil.

Según se muestra en las gráficas siguientes, el mercado colombiano se ha caracterizado por un incremento reciente en su tamaño, no obstante lo cual ha sufrido una desaceleración en su liquidez.

Gráfica 4.1. Evolución reciente del tamaño del mercado accionario (capitalización bursátil).



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

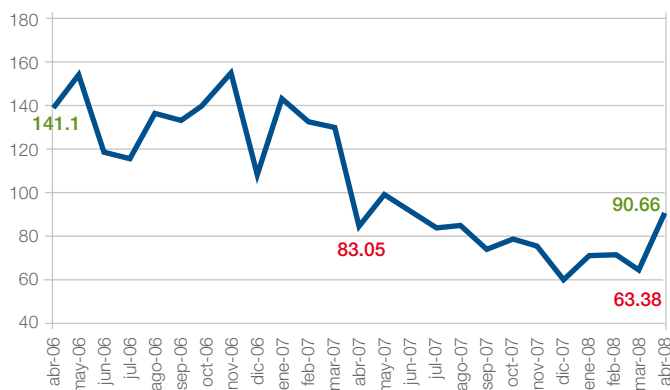
La anterior gráfica muestra que en el último año el tamaño del mercado accionario en Colombia ha presentado una tendencia al crecimiento, tomando como base la capitalización bursátil. En abril de 2008, la capitalización bursátil alcanzó un valor de COP224,28 billones. En comparación con abril de 2007, cuando la capitalización bursátil fue de COP125,51 billones, se presentó un incremento en la capitalización bursátil del 78,69%.

Actualmente ECOPETROL se destaca como emisor con mayor capitalización bursátil, con un valor en bolsa de COP105,22 billones, con corte a abril de 2008.

Después de ECOPETROL se destacan: Bancolombia, con un valor en bolsa de COP13,05 billones; Cementos Argos, con COP8,66 billones; ISA, con COP8,37 billones, y Grupo Aval, con COP7,80 billones.

En cuanto a actividad, la siguiente gráfica muestra la evolución reciente del volumen de valores transados en la BVC. En particular, en abril de 2008 el monto de transacciones realizadas a través de los sistemas de transacciones de la BVC alcanzó un monto de COP90,66 billones. De este total, COP62,11 billones corresponden a operaciones con títulos de deuda pública interna (TES) y COP4,27 billones a transacciones con títulos de renta variable (acciones). En comparación con el total de transacciones realizadas en abril de 2007, cuando se transaron COP83,05 billones, se presentó un aumento del 9,15%.

Gráfica 4.2. Evolución reciente de la liquidez del mercado (volumen mensual de transacciones)

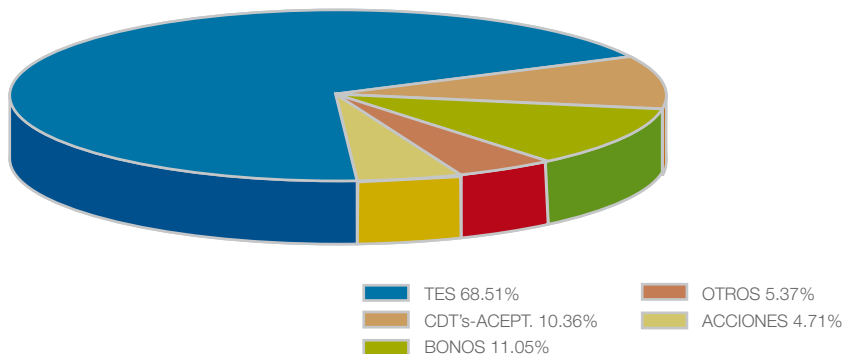


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

De los anteriores montos, la mayor participación de valores transados la ocupan los títulos de tesorería TES, con un 68,51%. Estos valores son seguidos por los bonos emitidos por entidades públicas y

privadas que se negocian en MEC PLUS, con un total transado de COP10,01 billones, y con una participación del 11,05% frente al total.

Gráfica 4.3. Participación de distintos valores en el total de valores transados en la BVC a abril de 2008 (volumen mensual).



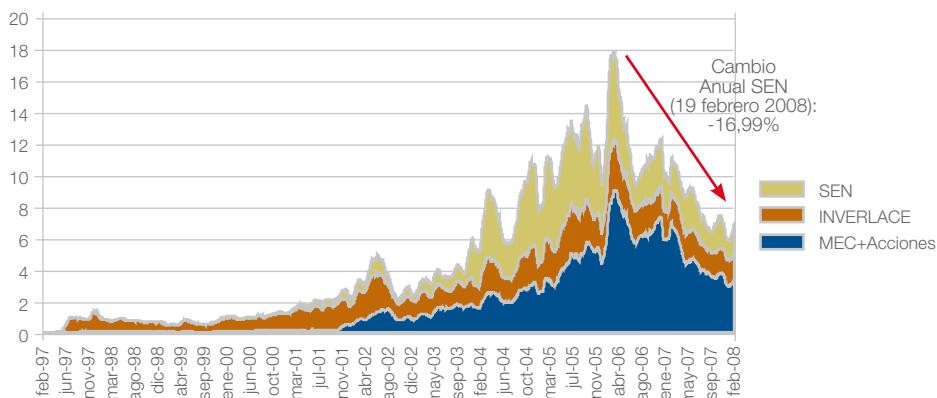
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Comparando otros mercados en adición a las acciones transadas en la BVC y los valores transados en el MEC, la siguiente gráfica muestra la tendencia de la última década. En particular, la gráfica muestra que, aunque en los últimos diez años ha habido una ten-

dencia al crecimiento de los valores negociados en el SEN, en el MEC, de las acciones transadas en la BVC y de los valores registrados en INVERLACE, en los últimos dos años ha habido una desaceleración de dicho crecimiento.

Gráfica 4.4. Evolución reciente de la liquidez del mercado (volumen mensual de transacciones).

Negociaciones Diarias por Tipo de Mercado en el Mercado Público de Valores
Cifras en Billones
Promedio Móvil 30 días

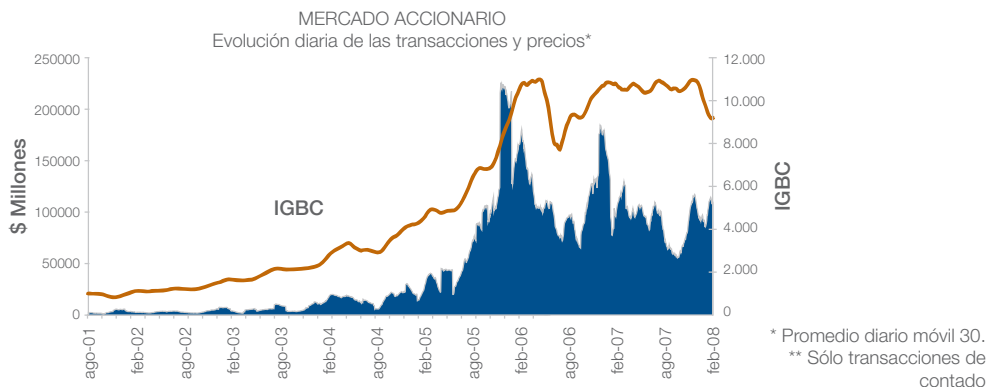


Fuente: Superintendencia Financiera.

Discriminando por tipo de activo, el crecimiento de la última década en la negociación de valores ha sido especialmente significativo para el caso del mercado accionario y del mercado de títulos de deuda pública.

Así lo refleja la siguiente gráfica para el mercado accionario, que muestra la evolución del monto promedio transado de acciones, así como la evolución del IGBC (indicador sobre el comportamiento de los precios de las acciones en el mercado bursátil y el cual se describe en detalle en el siguiente capítulo).

Gráfica 4.5. Evolución del mercado accionario en la última década.

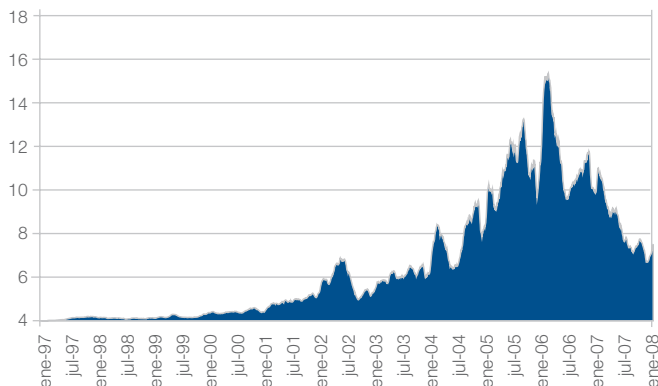


Fuente: Superintendencia Financiera.

Una tendencia similar se ha presentado para los valores de deuda pública (TES y bonos públicos), según lo muestra la siguiente gráfica, en la cual se refleja el crecimiento en el volumen promedio

negociado de dichos valores, con máximos de hasta aproximadamente COP16 billones en 2006, pero con un decrecimiento a partir de dicho año.

Gráfica 4.6. Evolución del mercado de deuda pública.



Fuente: Superintendencia Financiera.

1.3.2. IGBC, COLCAP, COL20 e indicadores del desempeño de valores y emisores de valores.

Además de los anteriores indicadores de profundización del mercado, los siguientes índices miden, en su orden, (i) la tendencia general de los precios de las acciones listadas en la BVC; (ii) las variaciones de los precios de las acciones más líquidas de la BVC, ponderadas de acuerdo con su capitalización bursátil (COLCAP) o con su nivel de liquidez (COL20); y (iii) el comportamiento de determinado emisor o de determinado valor.

i) Índice General de la BVC (IGBC).

Los índices de precios de las acciones son indicadores de la variación de los precios de las acciones de un conjunto de entidades que se encuentran inscritas en bolsa, ponderando el precio de cada acción de acuerdo con su importancia relativa en el conjunto seleccionado. De esta forma, la comparación del índice en dos períodos determinados muestra la variación promedio del precio de las acciones del mercado.

En el caso particular de Colombia, el comportamiento promedio de los precios de las acciones se calcula mediante el Índice General de la BVC (IGBC). El IGBC mide la tendencia general de los precios de las acciones de emisores inscritos en la BVC calculado a partir de una canasta representativa de acciones. Las acciones que componen la canasta son variables y se calcula trimestralmente, de la siguiente forma: enero-marzo, abril-junio, julio-septiembre, octubre-diciembre, el último día hábil del trimestre anterior.

El IGBC se calcula por la BVC multiplicando el último precio de cada acción por un factor de ponderación de acuerdo con la importancia relativa asignada a cada acción, y posteriormente sumando el resultado de cada uno de los componentes de la canasta.

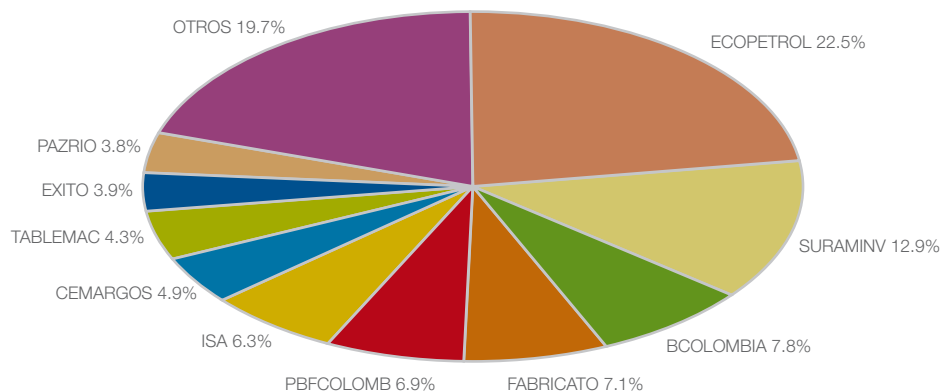


A título informativo, la canasta para calcular el IGBC en el trimestre abril/junio de 2008, estuvo conformada por las acciones emitidas por los siguientes emisores:

Tabla 1. Canasta base para calcular el IGBC en el período abril/junio de 2008.

EMISOR	PARTICIPACIÓN EN EL IGBC
Ecopetrol	22,514%
Suramericana de Inversiones S.A. (SURAMINV)	12,908%
Bancolombia S.A. (BCOLOMBIA)	7,832%
Textiles Fabricato Tejicondor S.A. (FABRICATO)	7,085%
Bancolombia ADR'S (PFBCOLOM)	6,883%
Interconexión Eléctrica S.A. ISA	6,255%
Cementos Argos (CEMARGOS)	4,863%
Tableros y Maderas Caldas (TABLEMAC)	4,316%
Almacenes Éxito S.A. (ÉXITO)	3,861%
Acerías Paz del Río (PAZRIO)	3,825%
Inversiones Argos (INVERARGOS)	3,823%
Compañía Colombiana de Inversiones S.A. (COLINVERS)	3,475%
Corporacion Financiera Colombiana (CORFICOLCF)	1,996%
Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá S.A. E.S.P. (ETB)	1,991%
Grupo Nacional de Chocolates S.A. (CHOCOLATES)	1,909%
Bolsa de Valores de Colombia S.A. (BVC)	1,896%
AVAL S.A. (GRUPOAVAL)	1,215%
Interbolsa Comisionista de Bolsa	0,872%
Banco de Bogotá (BOGOTÁ)	0,554%
Coltejer	0,454%
Enka de Colombia S.A.	0,414%
Isagen A.A. E.S.P.	0,349%
Mineros S.A.	0,260%
Banco de Crédito S.A. Helm Financial Services (PFBCRÉDITO)	0,204%
Valorem S.A.	0,111%
Corporación Financiera Colombiana S.A. (PFCORFICOL)	0,085%
Bolsa Nacional Agropecuaria S.A. (BNA)	0,052%

Gráfica 5.1. Canasta del IGBC y participación de los emisores que la componen en un trimestre.

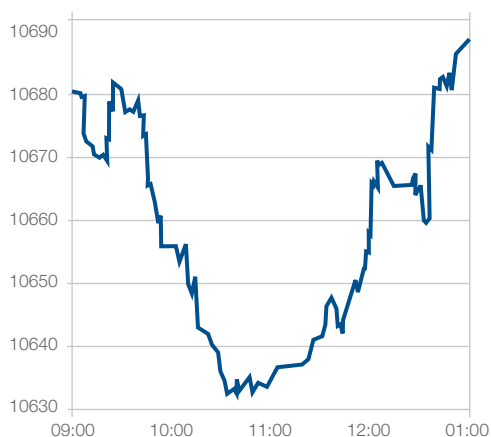


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

El IGBC se calcula de forma permanente y, consecuentemente, se revela al público no sólo de forma diaria o mensual, sino igualmente de forma

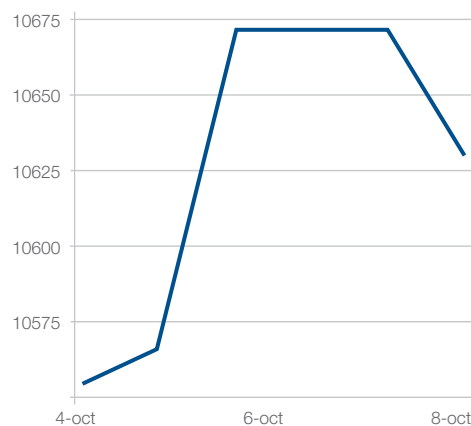
intradiaria (durante el día), tal y como se muestra a continuación (tomando como base una fecha aleatoria):

Gráfica 5.2. IGBC intradiario, calculado en una fecha aleatoria.



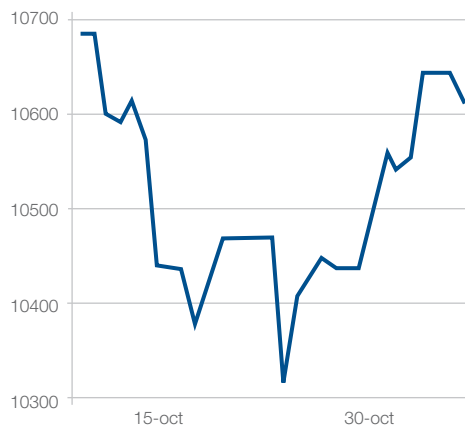
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfica 5.3. IGBC en cinco (5) días, calculado en una fecha aleatoria.



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfica 5.4. IGBC a treinta (30) días, calculado en una fecha aleatoria.

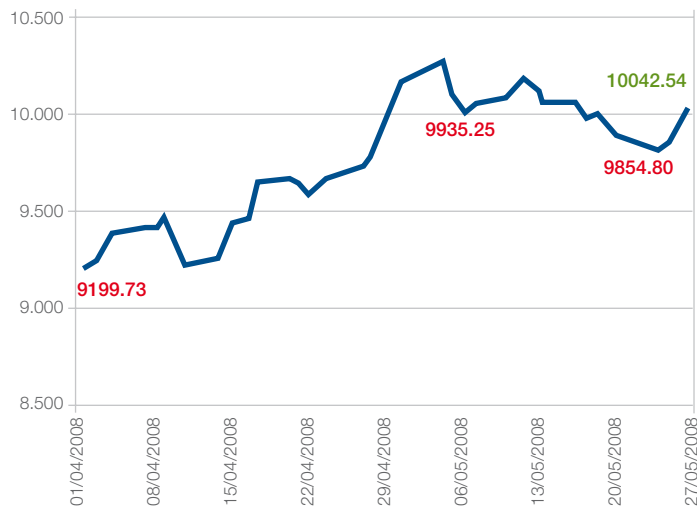


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Según se muestra en la tabla a continuación, el IGBC cerró el mes de mayo en 10.042,54 unidades,

lo cual significa que, en lo corrido del año, el IGBC ha presentado un descenso del 6,09%.

Gráfica 5.5. Evolución reciente del IGBC.



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

COL20, al igual que COLCAP, refleja las variaciones de los precios de las veinte (20) acciones más líquidas de la BVC. Sin embargo, a diferencia de COLCAP, el nivel de liquidez del emisor, y no la capitalización bursátil ajustada, determina su ponderación dentro de la canasta seleccionada (que es la misma canasta usada para calcular el COLCAP).

- Volumen: corresponde al valor total en dinero que se transó de la acción en el último año.

Según se muestra a continuación, el índice de capitalización COLCAP cerró el mes de mayo en 1019,78 unidades, lo cual implica un descenso del 1,98% frente a su apertura el 15 de enero de 2008, cuando entró al mercado en mil (1.000) unidades.

The chart displays the daily closing price of the Dow Jones Industrial Average. The y-axis represents the price index from 800 to 1050. The x-axis shows dates from April 11, 2008, to May 27, 2008. The price begins at approximately 915, rises to a local peak of about 945 on April 18, then drops and fluctuates between 920 and 955 until late April. From April 25, it begins a steady climb, reaching 985.95 by May 6. After a slight dip, it surges to a new peak of 1019.78 on May 27.

Date	Price
01/04/2008	915
08/04/2008	945
15/04/2008	925
22/04/2008	955
29/04/2008	970
06/05/2008	985.95
13/05/2008	1010
20/05/2008	1005
27/05/2008	1019.78

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

cendido un 3,06%, teniendo en cuenta que su valor de apertura el 15 de enero de 2008 fue de mil (1.000) puntos.

Date	Nikkei 225 Closing Price
01/04/2008	930
08/04/2008	940
15/04/2008	910
22/04/2008	975
29/04/2008	980.34
06/05/2008	975
13/05/2008	980
20/05/2008	965
27/05/2008	969.4

iii) *La Relación Precio Ganancia (RPG).* Mide el desempeño de un emisor en relación con sus utilidades, y se calcula como el cociente entre el precio de una acción y los dividendos generados por esa acción en determinado período. Por ejemplo, si un emisor obtiene utilidades por veinte mil pesos (\$20.000), y cuenta con cinco mil acciones, los dividendos por acción son equivalentes a cuatro pesos (\$4). Si el precio de mercado de las acciones en ese momento es de cuarenta (\$40), entonces la RPG es igual a 10.

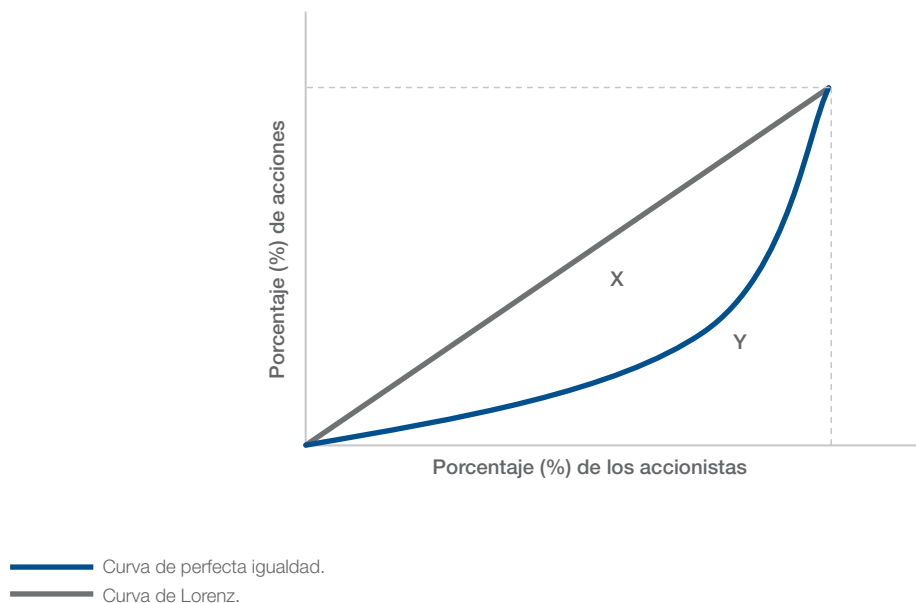
iv) **Coefficiente Beta.** Mide la volatilidad de una acción en particular respecto a los cambios de los precios del mercado. Para calcular este coeficiente, se compara la variación del precio de determinada acción frente a la tendencia general del mercado. Por definición, el mercado tiene un beta de uno (1). Un beta de una acción superior a uno (1) indica una alta volatilidad, un beta inferior a uno (1) indica una baja volatilidad y un beta igual a uno (1) indica que la volatilidad del respectivo valor es igual a la del mercado. El valor del coeficiente beta de una acción puede ser negativo, lo cual indica una relación inversa entre las variaciones de la respectiva acción y las variaciones del mercado.

Por ejemplo, si un valor tiene un beta de dos (2), dicha acción sigue los cambios del mercado por un factor de dos (2). Así, si los precios del mercado disminuyen en un 3%, el precio del valor con beta dos (2) disminuirá en un 6%. Si, por el contrario, un valor tiene un beta de menos tres (-3), el precio de dicho valor disminuirá en un 9% si los precios del mercado aumentan en un 3%, y aumentará en un 9% si los precios del mercado disminuyen en un 3%.

- v) Coeficiente de Gini. El Coeficiente de Gini mide la concentración de la propiedad accionaria. Se mide como la razón entre el área por debajo de la denominada Curva de Lorenz y el área por debajo de la curva de perfecta igualdad. En este caso particular, la Curva de Lorenz es la curva que muestra qué porcentaje de acciones acumula determinado grupo de accionistas (por ejemplo, determinado percentil de los accionistas).

Así, por ejemplo, si el área entre la Curva de Lorenz es X, y el área por debajo de la curva de perfecta igualdad es X+Y, según se muestra en la gráfica a continuación, entonces el Coeficiente de Gini (G) equivale a $G=X/(X+Y)$.

Gráfica 8. Coeficiente de Gini.



El valor del coeficiente oscila entre cero (0), cuando la propiedad de las empresas está distribuida de forma perfectamente igualitaria entre todos los inversionistas (estado de total desconcentración), y uno (1), cuando existe un estado de total concentración. El valor que asuma la variable dependerá de la magnitud en la cual se separe una muestra de la denominada línea de equidistribución.

- vi) Índice de Bursatilidad Accionaria (IBA). El IBA mide el nivel de liquidez o facilidad con la que se compra y vende una acción en el mercado bursátil. El IBA se calcula con base en la frecuencia de negociación y volúmenes negociados del correspondiente valor. Con base en el resultado de este índice, una acción se clasifica en Colombia como de alta, media, baja o mínima bursatilidad. Si las acciones de determinado emisor no han sido negociadas durante el último período de cálculo, la bursatilidad es nula.

- vii) Q-Tobin. La Q-Tobin relaciona el valor de mercado y el valor patrimonial de determinada acción (Valor de Mercado/Valor Patrimonial). El valor de mercado es el precio al cual se realizan efectivamente las transacciones sobre determinada acción en el mercado, y en donde el valor patrimonial está dado por el cociente entre el patrimonio y las acciones en circulación de determinado emisor.

Si el resultado de la Q-Tobin es superior a uno (1), la correspondiente acción está siendo sobrevalorada en el mercado; si es inferior a uno (1), la acción se está negociando por un precio inferior al cual debe negociarse, dado que el precio que se le otorga es inferior al valor patrimonial; si el cociente es uno (1), la acción se está negociando al valor apropiado.

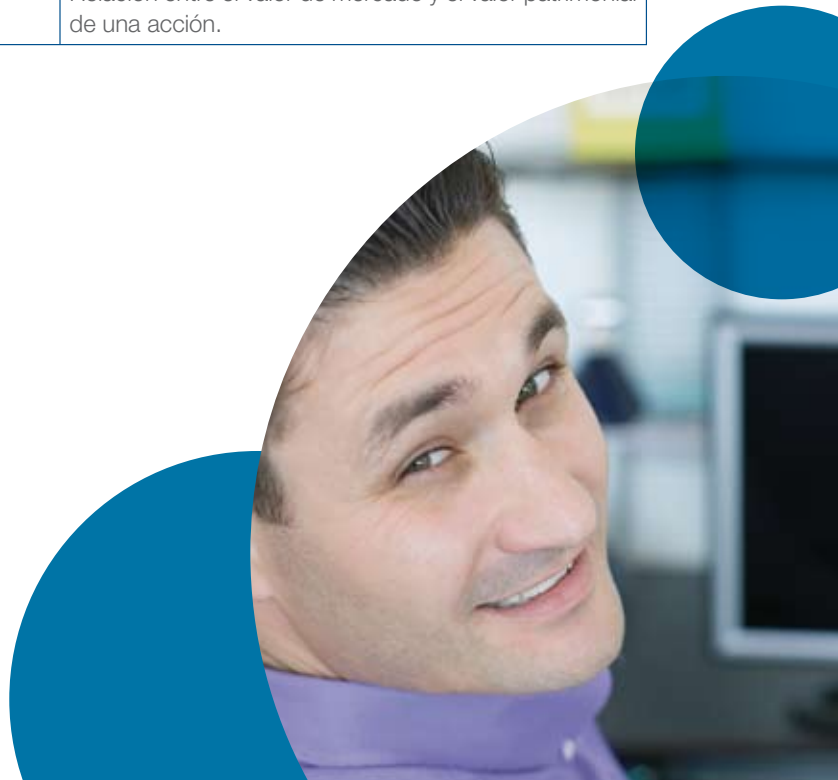
Resumiendo lo anterior, los principales indicadores del mercado y del comportamiento de determinado valor y de las características del emisor son los siguientes:

Tabla 2.1. Principales indicadores del mercado de valores.

INDICADOR	MIDE
Relación entre capitalización del mercado y PIB	Tamaño del mercado
Relación entre volumen transado de valores y PIB	Liquidez del mercado
Relación entre liquidez y tamaño.	Eficiencia del mercado
Proporción que representa el monto total de las acciones de las diez principales empresas inscritas en bolsa dentro del total de la capitalización bursátil.	Concentración de mercado.

Tabla 2.2. Principales indicadores de precios del comportamiento de valores y de las características de los emisores.

INDICADOR	MIDE
IGBC	Tendencia general de los precios de las acciones.
COLCAP	Tendencia general de los precios de las acciones ponderando en función de la capitalización bursátil.
COL20	Tendencia general de los precios de las acciones ponderando en función de la liquidez del emisor.
Relación Precio Ganancia (RPG)	Capacidad de un valor de renta variable para recuperar la inversión.
Coeficiente Beta	Volatilidad.
Coeficiente de Gini	Concentración de la propiedad accionaria.
Índice de Bursatilidad Accionaria (IBA)	Liquidez.
Q-Tobin	Relación entre el valor de mercado y el valor patrimonial de una acción.



2. Regulación y supervisión del mercado.

La regulación del mercado de valores en Colombia está a cargo fundamentalmente de tres entidades, sin perjuicio de las funciones de regulación del Banco de la República específicamente encaminadas a mantener el poder adquisitivo de la moneda y que puedan incidir en el mercado de valores:

- i) El Congreso de la República, que expide la ley marco del mercado de valores.
- ii) El Gobierno Nacional, a través del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, que expide regulaciones que concretan las normas generales de la ley marco de valores.
- iii) La Superintendencia Financiera, que expide instrucciones sobre el cumplimiento de las normas emitidas por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

A continuación se describen las principales funciones de cada uno de estos organismos y de otras entidades de carácter privado que igualmente tienen funciones regulatorias y/o de supervisión sobre el mercado.

2.1. El Congreso de la República.

La Constitución Política atribuye al Congreso la función de expedir las normas generales a las cuales se somete y debe tener en cuenta el Gobierno para regular las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier

otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público.

En ejercicio de esta facultad, el Congreso expidió la Ley 964 de 2005, ley marco del mercado de valores. Esta ley regula principalmente los siguientes asuntos:

- i) Cuáles son los objetivos y criterios generales de la intervención del Gobierno Nacional en el mercado de valores, qué se entiende por valor y cuáles son las actividades propias del mercado de valores. A estos asuntos se refieren los capítulos I.2 y I.3 de esta Guía.
- ii) Las normas relativas al Sistema Integral de Información del Mercado de Valores (SIMEV). El SIMEV se refiere a la información que deben suministrar al mercado los participantes del mismo en relación con sus actividades en el mercado de valores y está conformado por tres registros independientes: el Registro Nacional de Valores y Emisores, el Registro Nacional de Agentes de Mercado y el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores. Al SIMEV se refiere el capítulo I.5 de esta Guía.
- iii) La forma en que se deben compensar y liquidar operaciones sobre valores y las reglas relativas a las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte. A este tema se refiere el capítulo VII.
- iv) Las reglas generales de la Autorregulación en el Mercado de Valores. La Autorregulación se refiere a las actividades de regulación, supervisión y sancionatorias de determinadas entidades privadas

que participan en el mercado, y que es ejercida principalmente por el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV). A este asunto se refiere el capítulo V.

- v) Aspectos generales sobre la protección de los inversionistas; fundamentalmente estándares de gobierno corporativo a los cuales se refiere el capítulo IV.
- vi) El régimen general sobre infracciones y sanciones administrativas, al cual se refiere el capítulo IX.

2.2. El Gobierno Nacional – Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

El Presidente de la República tiene la función de regular las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público. El Presidente ejerce esta facultad mediante la expedición de regulaciones que concretan el contenido general de la ley marco.

Las facultades de regulación del Presidente de la República, son ejercidas a través del Ministerio de Hacienda y Crédito Público y la Superintendencia Financiera.

El Ministerio de Hacienda y Crédito Público regula el mercado de valores con sujeción a los criterios generales definidos en la ley marco y la Superintendencia Financiera imparte instrucciones y reglamentaciones sobre las regulaciones expedidas por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

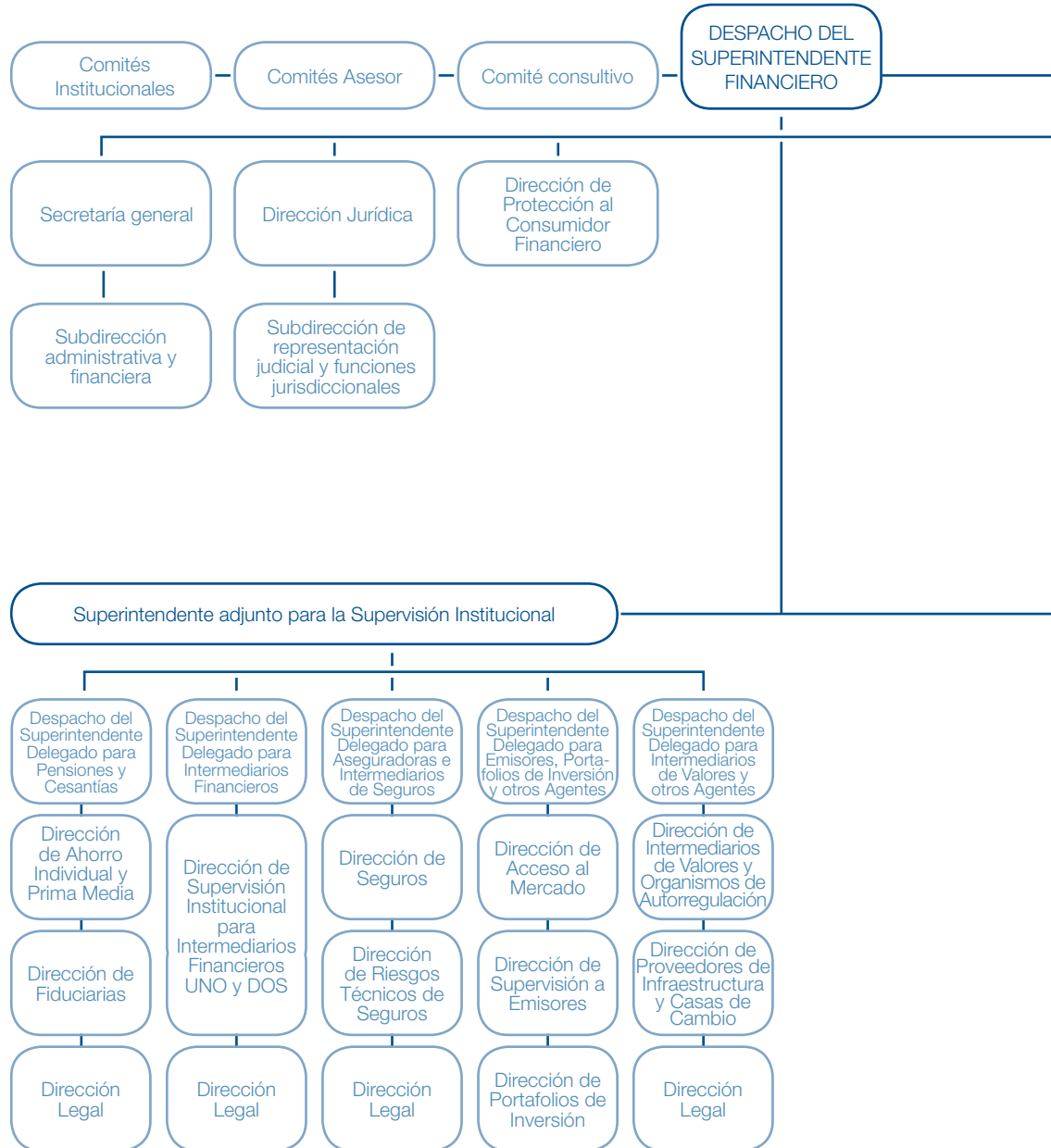
2.3. La Superintendencia Financiera.

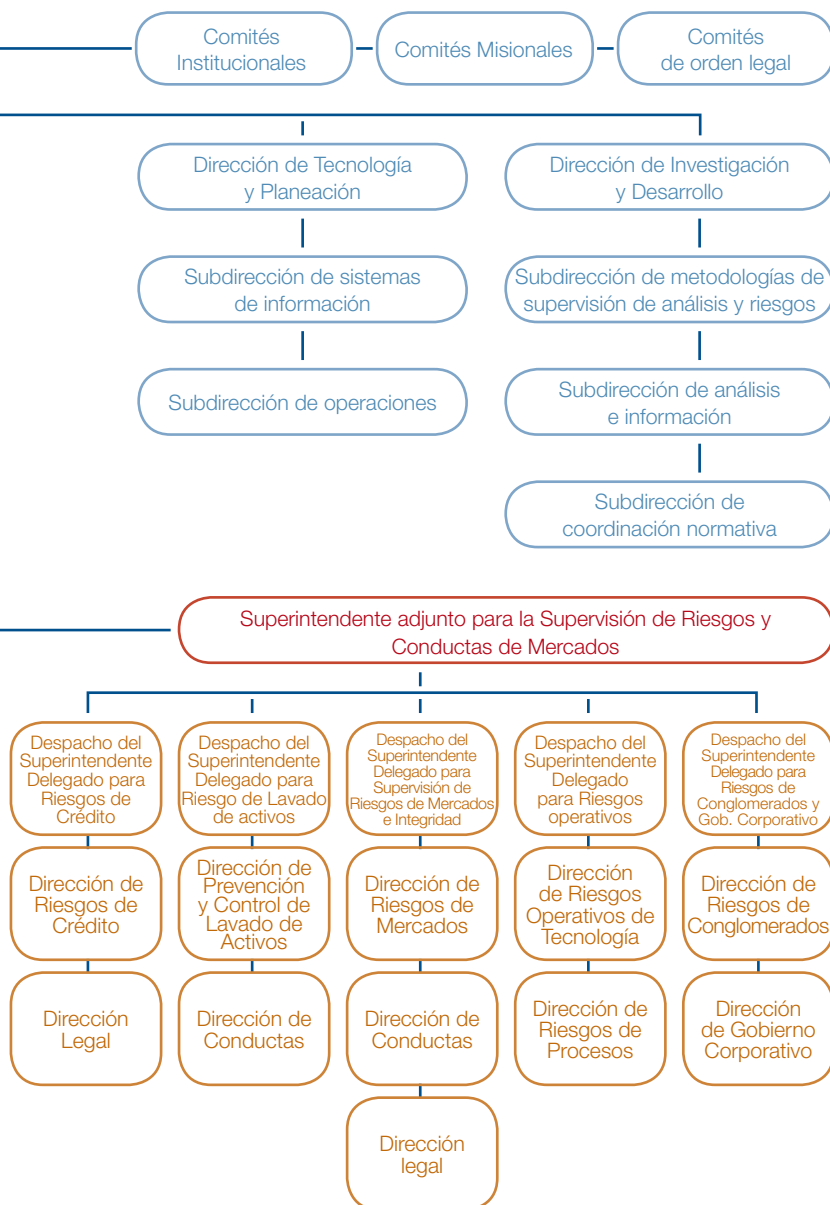
La Superintendencia Financiera ejerce la inspección, vigilancia y control sobre los agentes que participan en el mercado de valores. En términos generales, la inspección y vigilancia recae sobre todos los participantes del mercado que no tienen la calidad de emisores, en tanto que el control recae sobre los emisores de valores.

En desarrollo de estas funciones, la Superintendencia Financiera imparte instrucciones sobre los asuntos de su competencia y, en ciertos casos específicos, tiene competencias regulatorias.



Gráfica 9. Estructura de la Superintendencia Financiera.





2.3.1. Inspección y vigilancia.

La inspección y vigilancia consiste en la fiscalización permanente que ejerce la Superintendencia Financiera

sobre el régimen institucional o relativo a la formación, extinción, obligaciones y derechos de las entidades inspeccionadas y vigiladas, así como sobre su régimen objetivo o relativo a las operaciones que realizan.

En general, las entidades sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera son las siguientes:

Tabla 3.1. Entidades sujetas a inspección y vigilancia en el mercado de valores.

Proveedores de Infraestructura	Bolsas de valores.
	Bolsas de bienes y productos agropecuarios y agroindustriales, y de otros <i>commodities</i> .
	Bolsas de futuros y opciones.
	Las sociedades administradoras de sistemas de negociación de valores.
	Las sociedades que realicen compensación y liquidación de valores, contratos de futuros, opciones y otros.
	Cámaras de riesgo central de contraparte.
	Las entidades que administren sistemas de negociación y registro de divisas.
	Las sociedades administradoras de sistemas de compensación y liquidación de divisas.
	Las sociedades administradoras de depósitos centralizados de valores
Intermediarios de valores	Establecimientos de crédito y otros intermediarios de valores. Comisionistas de bolsa (también vigiladas como administradoras de carteras colectivas).
	Comisionistas independientes de valores,
Carteras colectivas y administradores de carteras colectivas.	Fondos mutuos de inversión que a 31 de diciembre de cada año, registren activos iguales o superiores a cuatro mil (4.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes (aproximadamente COP1.732.000.000, en 2007).
	Fiduciarias.
	Sociedades administradoras de inversión.
Otras	Sociedades titulizadoras.
	Sociedades calificadoras de valores.

2.3.2. Control.

La Superintendencia ejerce funciones de control sobre los emisores de valores. El control puede ser exclusivo o concurrente.

El control es exclusivo si el emisor no está sometido a la inspección, vigilancia o control de otra entidad

del Estado, de modo tal que corresponde a la Superintendencia Financiera fiscalizar a dicho emisor tanto desde el punto de vista subjetivo o institucional, como desde el punto de vista objetivo o de sus operaciones.

El control es concurrente si el emisor es una entidad sometida a la inspección, vigilancia o control de otra entidad administrativa del Estado, en razón a la actividad económica que realiza. Por ejemplo, las siguientes entidades están sujetas a control concurrente, teniendo en cuenta su objeto social especial:

Tabla 3.2. Emisores sujetos a control concurrente.	
TIPO DE ENTIDAD SOMETIDA A CONTROL	AUTORIDAD QUE CONTROLA CONCURRENTEMENTE
Cooperativas.	Superintendencia de Economía Solidaria.
Entidades prestadoras de servicios públicos domiciliarios.	Superintendencia de Servicios Públicos Domiciliarios.
Empresas Promotoras de Salud (EPSs) e Instituciones Prestadoras de Servicios de Salud (IPSs).	Superintendencia Nacional de Salud.
Entidades vigiladas por la Superintendencia de Servicios Públicos Domiciliarios.	Superintendencia de Vigilancia y Seguridad Privada.

En desarrollo de las funciones de inspección, vigilancia y control, la Superintendencia ejerce principalmente las siguientes funciones:

Tabla 4. Funciones de inspección, vigilancia y control contemplados en la Ley 964 de 2005.	
Funciones comunes respecto a las entidades sujetas a inspección, vigilancia y control.	Expedir instrucciones sobre la forma como deben cumplirse las disposiciones del mercado de valores.
	Vigilar el cumplimiento de las disposiciones del Banco de la República en relación con las personas sujetas a su inspección y vigilancia permanente.
	Suspender preventivamente, cuando sea posible que se cause un daño a los inversionistas o al mercado: i) Una oferta pública en cualquiera de sus modalidades. ii) La negociación de determinado valor. iii) La inscripción de valores o de los emisores de los mismos en el Registro Nacional de Valores y Emisores. iv) La inscripción de determinada persona en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores. v) La inscripción de determinada persona en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores.
Funciones exclusivas respecto a entidades sujetas a inspección y vigilancia.	Imponer las medidas preventivas que sean necesarias para salvaguardar los activos que estén en poder de personas investigadas, cuando dichos activos se encuentran en riesgo y se pueda afectar el interés de los inversionistas.

2.4. Otras entidades con competencias regulatorias.

De acuerdo con la Ley 964 de 2005, la autorregulación comprende el ejercicio de las siguientes actividades:

2.4.1. El Autorregulador del Mercado de Valores – AMV.

La Ley 964 de 2005 contempló de manera general la autorregulación en el mercado de valores y, en desarrollo de estas disposiciones, se creó el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV), como entidad de carácter privado con el objeto de ejercer las actividades propias de autorregulación.

- i) La reglamentación de la intermediación en el mercado de valores.
- ii) La verificación del cumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación.
- iii) La imposición de sanciones por el incumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación.

2.4.2. La BVC.

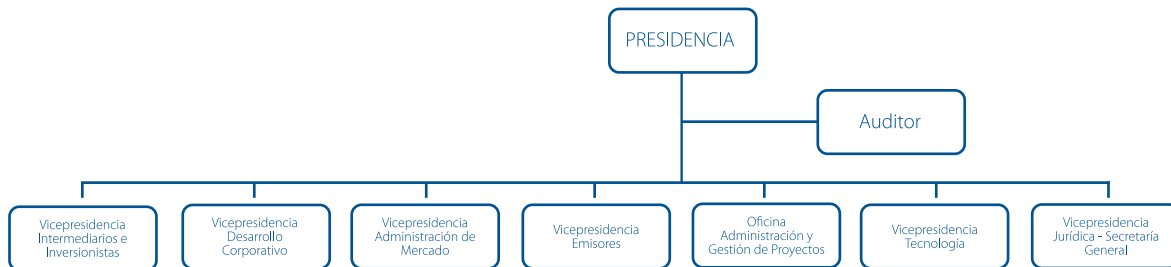
La BVC es una sociedad anónima de carácter privado, mediante la cual se inscriben y negocian valores públicamente. La BVC, las demás bolsas actuales o que se establezcan (como la BNA y las bolsas de futuros y opciones) y las sociedades administradoras de sistemas de negociación de valores (descritas en detalle en el capítulo sobre el tema), tienen la facultad de expedir reglas en relación con la inscripción de valores, la admisión, desvinculación y actuaciones de sus miembros, y de las personas vinculadas a ellos, y las normas que rigen el funcionamiento de los mercados que administran.

En ejercicio de esta facultad, la BVC expidió el Reglamento General de la BVC, aprobado por la Superintendencia de Valores mediante las Resoluciones 1100 de diciembre 28 de 2001 y 1123 de diciembre 31 de 2001, y la Circular Única de la BVC, aprobada por el Consejo Directivo de la BVC, el 29 de junio de 2001, en donde se regulan principalmente los siguientes temas:

- i) Requisitos de inscripción en la BVC.
- ii) Condiciones de admisión a la BVC de Comisionistas de Bolsa y personas vinculadas a éstas.
- iii) Derechos y obligaciones de los miembros de la BVC en relación con sus actuaciones en la misma.
- iv) Aspectos operativos en relación con la prevención y control de lavado de activos por parte de los miembros de la BVC.
- v) Aspectos técnicos aplicables a las operaciones realizadas a través de los sistemas electrónicos administrados por la BVC.
- vi) Aspectos técnicos sobre operaciones especiales, tales como operaciones a plazo, repos, *swaps*, ofertas públicas de adquisición, martillos, ofertas de venta permanente y carruseles.
- vii) Aspectos técnicos y operativos del sistema de negociación de divisas administrado por la BVC (SetFx).

Para la realización de sus funciones, la BVC se distribuye en vicepresidencias especializadas, en operaciones y emisores, desarrollo de mercados, inversionistas y otras vicepresidencias, de la siguiente forma:

Gráfica 10. Estructura de la BVC.



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

3. Valores que se negocian en el mercado de valores.

De acuerdo con la Ley 964 de 2005, un valor es “todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o como efecto la captación de recursos del público”.

Los valores se caracterizan por los siguientes aspectos:

- i) Se emiten para captar recursos del público, o funcionar como *instrumentos de inversión*.
- ii) Son instrumentos esencialmente negociables.
- iii) Tienen las mismas prerrogativas de los títulos valores, excepto la acción cambiaria de regreso. Tampoco procede la acción reivindicatoria, las medidas de reestablecimiento y la incautación contra quien adquiera el valor de buena fe exenta de culpa.

Los títulos valores (que técnicamente son distintos de los valores) tienen las siguientes características:

- i) Incorporación. El derecho conferido por el título valor únicamente puede ser ejercido por la persona que tenga físicamente el valor, dado que dicho derecho está contenido en el documento y es inseparable del mismo.
- ii) Literalidad. El alcance del derecho conferido por un título valor se limita a lo que conste en el documento respectivo.

iii) Autonomía. El tenedor de un título valor está facultado para ejercer el derecho que incorpora el mismo sin que el ejercicio de tal derecho esté condicionado por la relación que dio origen a la emisión del título, así como tampoco a las demás relaciones a través de las cuales haya circulado o haya sido transferido dicho título. Así, por ejemplo, si una persona vende a otra un bien y recibe un cheque por el monto del precio, y la primera transfiere el cheque que le fue entregado como pago a un tercero, este tercero puede cobrar el cheque tanto a quien lo giró como a quien lo endosó, sin importar qué haya pasado con el contrato entre el vendedor y el comprador del mencionado bien.

iv) Legitimación. Consiste en que el tenedor del título valor tiene la facultad de ejercitar el derecho contenido en dicho título únicamente con la presentación del mismo.

Con anterioridad a la expedición de la Ley 964 de 2005 no existía norma que definiera de manera específica si los valores que se negocian en el mercado de valores eran o no títulos valores.

Con el fin de resolver las posibles interpretaciones que surgían de este vacío legal, la Ley 964 de 2005 estableció que los valores tienen las prerrogativas de estos últimos.

Sin embargo, según se anticipó, en el caso de los valores no es aplicable la acción cambiaria de regreso, así como tampoco la acción reivindicatoria, el comiso, la incautación y las medidas de reestablecimiento contra los terceros que adquieran valores inscritos obrando con buena fe exenta de culpa.

i) Acción cambiaria de regreso. La acción cambiaria es el ejercicio del derecho que el tenedor de un tí-

tulo valor realiza contra el obligado directo (el emisor o el aceptante de una letra de cambio, según sea el caso) o contra sus avalistas, o bien contra cualquier otro obligado (por ejemplo, los endosantes del título), cuando no se ha pagado el título, se ha pagado parcialmente, o, cuando habiendo debido aceptarse una letra de cambio, ésta no se aceptó o se aceptó parcialmente por la persona que la debía aceptar. La acción cambiaria es directa cuando se ejerce contra el obligado directo o sus avalistas, en tanto que es indirecta cuando se ejerce contra cualquier otro obligado. Si la acción cambiaria de regreso fuera aplicable en el mercado de valores, ningún intermediario estaría dispuesto a participar en el mismo asumiendo ese riesgo.

- ii) Acción reivindicatoria. La reivindicación consiste en la posibilidad que tiene el tenedor de un título valor de iniciar una acción judicial para que se le restituya un título valor si éste se encuentra en poder de otra persona por cualquier forma de apropiación ilícita o por extravío.
- iii) Comiso e incautación. El comiso y la incautación son medidas preventivas desarrolladas por las autoridades competentes sobre bienes que han sido utilizados directa o indirectamente para la comisión de actividades ilícitas.
- iv) Medidas de reestablecimiento. Las medidas de reestablecimiento consisten en la exigencia de que se haga efectivo un derecho incorporado en un título valor cuando dicho derecho ha sido desconocido.

3.1. Clasificaciones generales de los valores.

En general, los valores se clasifican de la siguiente manera:

3.1.1. Según el derecho que incorporan:

- i) De deuda: Son aquellos que otorgan a sus titulares el derecho de recibir una prestación cierta consistente en una suma líquida de dinero. Ejemplo de estos valores son los bonos, papeles comerciales y los títulos de deuda pública.
- ii) De participación: Son aquellos que otorgan la calidad de socio de una sociedad cuyo capital se distribuye en acciones, o una participación proporcional en un patrimonio. Ejemplo de estos valores son las acciones o las participaciones en carteras colectivas.
- iii) De tradición o representativos de mercancías: Son aquellos que incorporan un derecho de propiedad o gravámenes sobre mercancías, y los cuales atribuyen a sus tenedores el derecho exclusivo de disposición de esas mercancías. Ejemplo de estos valores son los certificados de depósitos de mercancías y los bonos de prenda.

3.1.2. Según la forma de determinar sus rendimientos:

Desde este punto de vista, los valores se clasifican en renta variable y en renta fija, clasificación ésta que es equivalente a la clasificación entre valores de contenido crediticio y de participación, respectivamente.

- i) Los valores de renta fija son aquellos cuyos rendimientos corresponden a lo ofrecido por el emisor

y, por lo tanto, se pueden determinar anticipadamente por los inversionistas desde el momento de la suscripción o negociación.

- ii) Los valores de renta variable son aquellos cuyos rendimientos se desconocen por los inversionistas por depender del comportamiento y resultados financieros del emisor, y, por lo tanto, su monto sólo se puede determinar al momento de su liquidación futura.

3.1.3. Según la forma en que se transfieren:

- i) Valores nominativos: Son aquellos en los cuales se exige la inscripción del tenedor en el registro que lleve para este efecto el emisor. Por tal razón, sólo se reconoce como tenedor legítimo quien figure, de manera simultánea, en el texto del documento y en el correspondiente registro. Este es el caso, por ejemplo, de las acciones.
- ii) Valores a la orden: Son aquellos para los cuales únicamente se requiere el endoso para ser transferidos, de tal forma que es tenedor legítimo la persona que ha recibido el valor y que adicionalmente aparece como endosatario. Se entiende que un valor puede ser transferido mediante endoso si (i) es expedido a favor de persona determinada y se agrega la cláusula “a la orden”, (ii) se expresa que es transferible por endoso, (iii) se expresa que es negociable, o (iv) se indica su denominación específica de título valor.
- iii) Valores al portador: Son aquellos que únicamente requieren de su entrega para ser válidamente transferidos, de tal forma que es tenedor legítimo del título la persona que lo ha recibido. Se entiende que un título es al portador si es expedido a favor de persona indeterminada, aunque no incluyan la cláusula “al portador”, así como los que contienen dicha cláusula.

Los valores que se negocian en el mercado de valores son principalmente los relacionados en la siguiente tabla, los cuales están expresamente contemplados como tales en la Ley 964 de 2005. Sin embargo, cualquier otro instrumento de naturaleza negociable que tenga por objeto captar recursos del público y que sea reconocido como valor por el Gobierno Nacional tendrá esa calidad.



Tabla 2.2.Principales indicadores de precios, del comportamiento de valores y de las características de los emisores.

Valor	Renta fija	Renta variable	Contenido crediticio	Participación	Representativo de mercaderías	Nominativos	A la orden	Al portador
Acciones		X		X		X		
Bonos ordinarios	X		X			X	X	X
Papeles comerciales	X		X			X	X	X
Certificados de depósitos de mercaderías					X	X		
Valores derivados de procesos de titularización	X	X	X	X		X	X	X
Títulos representativos de capital de riesgo		X		X		X	X	X
Certificados de depósito a término	X		X			X	X	X
Aceptaciones bancarias	X		X			X	X	X
Cédulas hipotecarias	X		X			X	X	X
Títulos de deuda pública	X		X			X		

A continuación se describen en detalle los principales valores que se negocian en el mercado de valores. Para este fin, se seguirá la clasificación de valores de renta fija y valores de renta variable.

3.2. Principales valores que se negocian en el mercado.

3.2.1. Valores de renta fija.

Los principales valores de renta fija son los valores de deuda pública, los bonos, los papeles comerciales, los certificados de depósito a término y las aceptaciones bancarias.

3.2.1.1. Deuda pública.

Los títulos de deuda pública son valores emitidos por entidades públicas, con un plazo determinado para su redención. Los títulos de deuda pública más negociados en el mercado son los títulos de tesorería (TES).

Los TES son títulos de deuda pública interna creados por la Ley 51 de 1990. Inicialmente se crearon dos tipos de TES: clase A y clase B.

Los TES clase A fueron creados con el objeto de sustituir la deuda contraída en las operaciones de mercado abierto (OMAS) realizadas por el Banco de la Repúbli-

ca. Las OMAS, en general, son operaciones de venta o compra de títulos de deuda pública que realiza el Banco de la República con el objeto de mantener el poder adquisitivo de la moneda. Mediante estas operaciones, el Banco de la República puede restringir o ampliar la oferta monetaria en el mercado. La venta de títulos de deuda pública tiene por objeto reducir el dinero circulante en el mercado, por lo cual se conoce como una operación contractiva. Si la operación consiste en la compra de títulos de deuda pública, la operación se conoce como expansiva de la oferta monetaria.

Los TES clase B se crearon para obtener recursos para apropiaciones presupuestales y efectuar operaciones temporales de la Dirección del Tesoro. En la actualidad únicamente se emiten este último tipo de títulos.

El Decreto 1250 de 1992 establece que los TES clase B tienen las siguientes características y se sujetan a las siguientes condiciones:

- i) Pueden ser administrados directamente por la Nación o por el Banco de la República u otras entidades en virtud de contratos de administración fiduciaria.
- ii) No tienen garantía del Banco de la República.
- iii) El monto de la emisión o emisiones se limita al monto de la apropiación presupuestal a financiar. En el caso de los TES B, para efectuar operaciones temporales de Tesorería, el monto de emisiones se fija mediante el decreto que la autorice.

- iv) El servicio de la deuda de los títulos debe ser apropiado en el Presupuesto General de la Nación.

3.2.1.2. Bonos.

En esta sección se consideran las características generales de los bonos, personas que intervienen en su emisión y colocación, los principales tipos de bonos que se negocian en el mercado, los requisitos para la emisión y oferta de bonos, y principales aspectos tributarios de los bonos.

3.2.1.2.1. Características generales de los bonos.

Los bonos son valores que representan una parte proporcional de un crédito colectivo a cargo de un emisor. Estos valores se caracterizan principalmente por los siguientes aspectos:

- i) Son valores de renta fija, en la medida en que sus rendimientos son determinados o determinables desde el momento de su emisión y colocación. No obstante, pueden tener una parte variable, caso en el cual son mixtos. Este es el caso, por ejemplo, de los bonos convertibles en acciones.
- ii) Pueden ser nominativos, a la orden o al portador.
- iii) Son valores negociables con un período mínimo de maduración, vencimiento o redención de un año. Los bonos con períodos de redención entre uno (1) y siete (7) años usualmente se denominan notas, en tanto que si el período de redención es superior a esos términos, los valores se denominan bonos. Si el término de redención es inferior a un (1) año, los valores se denominan papeles comerciales. En Colombia, sin embargo, estos valores con períodos superiores a un año se denominan de manera genérica bonos.

3.2.1.2.2. Principales participantes en la emisión y oferta de bonos.

A pesar de las diferencias que individualizan los distintos tipos de bonos, en la emisión y oferta de los mismos intervienen fundamentalmente los siguientes agentes, independientemente del tipo de bono de que se trate:

- i) El emisor, que es el deudor del crédito colectivo representado por los bonos.
- ii) Los inversionistas, o personas que adquieren los valores y tienen la calidad de acreedores de los mismos.
- iii) El agente estructurador, responsable de la coordinación de la emisión y colocación de la totalidad o parte de la emisión entre los inversionistas.
- iv) El agente colocador, entidad encargada, en su calidad de suscriptor profesional, de recibir y colocar los valores entre el público.
- v) El agente de pagos, representante del emisor para cancelar el capital y los intereses adeudados por parte del emisor como consecuencia de la emisión.
- vi) El depositario, entidad responsable de la custodia y administración de los valores constitutivos de la emisión.
- vii) Agencias calificadoras, entidades encargadas de evaluar el riesgo crediticio del emisor y de los valores objeto de emisión.
- viii) Representante legal de los tenedores de los bonos, responsable de defender los intereses de los tenedores de los valores y representar a los mismos en el ejercicio de sus derechos.

3.2.1.2.3. Principales tipos de bonos.

Los siguientes son los principales tipos de bonos que se ofrecen y negocian en el mercado. En esta clasificación se incluyen los tipos de bonos regulados en Colombia y los tipos de bonos que, a pesar de no estar regulados de forma especial, igualmente se negocian en el mercado.

Los tipos de bonos que contempla la regulación colombiana son los siguientes:

- i) Bonos ordinarios: Son aquellos que tienen las características generales de los bonos, en los cuales la emisión establece los activos que garantizan el cumplimiento de sus obligaciones, de ser el caso, y en donde el patrimonio del emisor respalda la emisión.
- ii) Bonos convertibles en acciones: Son aquellos que son redimidos por el emisor entregándole al inversionista acciones emitidas por el emisor del bono en vez de un capital en dinero, ya sea de manera obligatoria o mediante el ejercicio de esa facultad por parte del tenedor. De esta forma, los bonos convertibles en acciones son de dos tipos: (i) bonos obligatoriamente convertibles en acciones y (ii) bonos facultativamente convertibles en acciones.

Los bonos obligatoriamente convertibles en acciones son aquellos en los cuales, al momento de maduración o vencimiento, el pago del capital y de los rendimientos representados en tal valor consiste en la entrega de acciones, sin que esta decisión dependa del inversionista. Estos valores se denominan usualmente BOCEAS.

Los bonos son facultativamente convertibles en acciones si la entrega de acciones como pago del capital y los rendimientos del bono al momento de su vencimiento dependen de una decisión unilateral del inversionista.

En ambos casos, la Resolución 400 de 1995 obliga a que existan las acciones en reserva necesarias por el emisor para la conversión de los bonos.

- iii) Bonos de riesgo: Estos instrumentos, creados por la Ley 550 de 1999, eran emitidos por empresas sujetas a acuerdos de reestructuración empresarial, y representaban la capitalización de pasivos de dichas empresas. Para la emisión, y colocación de las acciones y bonos de riesgo, era suficiente su inclusión en el acuerdo del reglamento de suscripción, por lo cual no se requería trámite o autorización para la colocación de dichos valores. Además, la misma norma preveía que la enajenación de participaciones sociales provenientes de capitalizaciones requeriría una oferta preferencial a los socios en los términos previstos en el acuerdo de reestructuración respectivo.

Con relación a los bonos de riesgo, la Resolución 400 de 1995 estableció que el valor debía indicar claramente que se trataba de un bono de riesgo, en adición a lo cual debía expresar las normas especiales que le fueran aplicables, así como las correspondientes condiciones del acuerdo de reestructuración.

Igualmente, se ordenó que en el prospecto de colocación se expresaran las condiciones del acuerdo de reestructuración y si los bonos tenían o no calificación de riesgo otorgada por una sociedad calificadora de valores autorizada por la Superintendencia Financiera.

Además, se ordenó que las entidades emisoras de bonos de riesgo inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores radicarán trimestralmente en

la Superintendencia Financiera un informe sobre la evolución del acuerdo de reestructuración, el cual debía estar suscrito por el representante legal, el revisor fiscal y el promotor de la entidad.

Con la expedición de la Ley 1116 de 2007, mediante la cual se derogó la Ley 550 de 1999 y se estableció el régimen general de procesos de reorganización empresarial, se eliminaron las referencias a los bonos de riesgo. Sin embargo, tales valores pueden ser emitidos por las entidades que se encuentren sometidas a proceso de reorganización, en los términos y condiciones que se fijen de manera contractual.

- iv) Bonos sindicados: Los bonos sindicados son aquellos que son emitidos por varios emisores con sujeción a las siguientes condiciones:
 - Que se suscriba un aval sobre todas las obligaciones resultantes del bono, o bien se debe prever la solidaridad de todos los emisores sindicados, es decir, que se pueda cobrar a todos y cada uno de ellos la totalidad del valor del bono.
 - Que se realice un acuerdo escrito entre los emisores sindicados en donde se establezcan las condiciones básicas de la emisión.
 - Que se confiera la administración de la emisión sindicada a una sola entidad fiduciaria, o a un depósito centralizado de valores.
- v) Bonos emitidos por organismos multilaterales: Respecto a la emisión de bonos por organismos multilaterales de crédito, la Resolución 400 establece que este tipo de procesos debe realizarse obligatoriamente de forma desmaterializada. Adicionalmente, dado que la emisión de bonos por organismos multilaterales implica una operación de una persona

no residente en Colombia denominada en moneda local que conlleva a la transferencia de recursos al exterior, esta operación es una operación de cambio, la cual, sin embargo, por disposición expresa de la Resolución 8 de 2000, emitida por el Banco de la República, no es obligatoriamente canalizable a través del mercado cambiario.

- vi) Bonos hipotecarios: Los bonos hipotecarios, creados por la Ley 546 de 1999, son títulos valores de contenido crediticio emitidos por establecimientos de crédito que tienen como finalidad exclusiva cumplir contratos de crédito para la construcción de vivienda y para su financiación a largo plazo.

Los créditos que obtengan financiación mediante la emisión de bonos hipotecarios deben estar garantizados con hipotecas de primer grado o primer

orden de prelación que no pueden garantizar ninguna otra obligación.

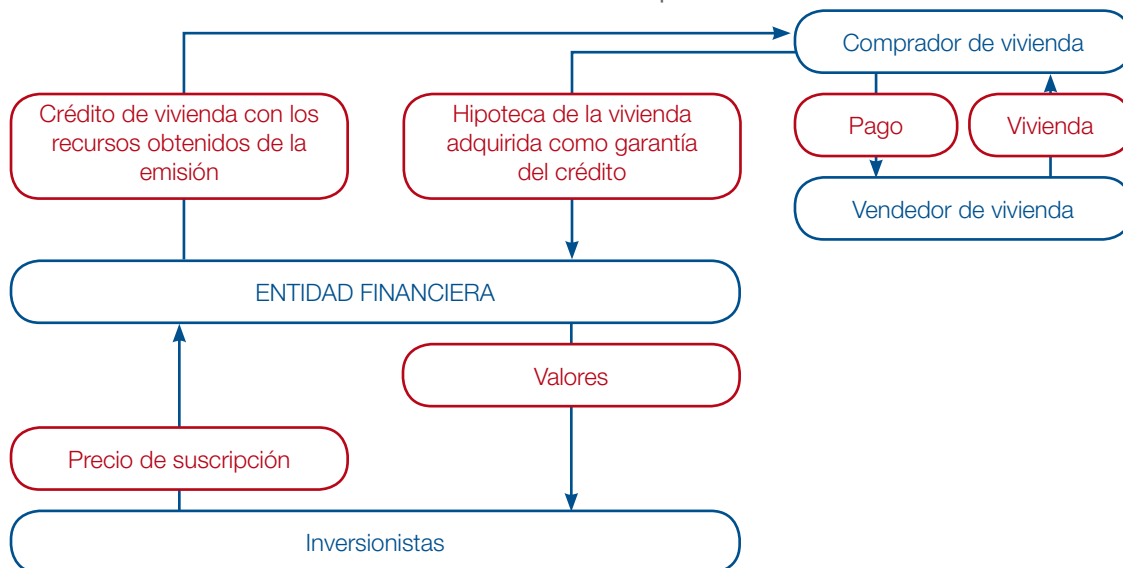
Los créditos que hayan sido financiados con bonos hipotecarios no pueden ser vendidos, ni cedidos o transferidos de ninguna manera, ni sometidos a ningún gravamen, ni utilizados como garantías por el emisor de los respectivos bonos.

No obstante, el establecimiento de crédito emisor puede acordar con otro establecimiento de crédito que éste asuma la obligación de pagar los bonos, para lo cual debe ceder la correspondiente cartera hipotecaria, siempre y cuando dichas operaciones cuenten con la autorización de la Superintendencia Financiera.

En todo caso, la emisión de bonos hipotecarios se hará de forma desmaterializada.

De acuerdo con lo anterior, un proceso de emisión de bonos hipotecarios funciona de la siguiente forma:

Gráfica 11. Emisión de bonos hipotecarios.



Adicionalmente a los bonos indicados anteriormente y que tienen alguna regulación legal, existen otras posibilidades para estructurar instrumentos de deuda en mercados de capitales con la combinación de plazos, condiciones de entrega, forma de determinación de rendimientos, garantías y derivados financieros, entre otras. Dentro de los instrumentos de deuda corporativa que se negocian frecuentemente en otros mercados financieros, se encuentran los siguientes:

- i) *Secured Bonds*. Son bonos respaldados por un conjunto específico o predeterminado de bienes por parte del emisor, es decir, respaldados por una garantía.
- ii) *Debentures* (o bien *unsecured bonds*). Son bonos generales, es decir, bonos que no tienen como respaldo un conjunto específico de bienes y por los cuales, en consecuencia, el emisor responde con la prenda general de sus acreedores (su patrimonio como un todo).
- iii) *Subordinated debentures*: son bonos que, en caso de un proceso de reorganización empresarial, poseen menor prioridad para su redención que los bonos sin garantía o *unsecured debentures*.
- iv) *Put bonds*: bonos que permiten al inversionista solicitar la redención del valor antes de su maduración, por determinado precio.

v) *Callable bonds*: bonos que permiten al emisor redimirlos antes de la maduración (pero normalmente después de un período prefijado), por un precio determinado.

vi) *Variable-rate bonds (floaters)*: bonos cuyos rendimientos radican en una tasa variable ligada a otra determinada tasa de mercado de corto plazo.

vii) Bonos Nacionales, Internacionales y Eurobonos.

Usualmente se entiende por bonos nacionales o simplemente bonos, aquellos instrumentos emitidos por residentes en un país determinado y en la moneda de curso legal de dicho país.

Por bonos internacionales, usualmente se entienden aquellos bonos emitidos por un emisor extranjero, en un país distinto del de su domicilio principal y en la moneda de dicho país. Usualmente se hace referencia a ese tipo de bonos con nombres que denotan el lugar de emisión de los bonos, como el caso de Bonos Yankee o Bonos Samurai, en referencia a bonos emitidos, respectivamente, en los Estados Unidos de América o en Japón.

Por eurobonos, usualmente se hace referencia a bonos emitidos por una entidad extranjera, en un país distinto del de su domicilio principal, en una moneda distinta de la del país de emisión del instrumento. La estructura y funcionamiento regulatorio, contractual y financiero de los bonos internacionales y de los eurobonos es relativamente compleja pues debe reflejar la mecánica y convenciones de los mercados respectivos involucrados.

3.2.1.2.4. Requisitos para la emisión de bonos.

Además de los requisitos generales para la emisión y oferta de valores en el mercado de valores, los bonos están sujetos a las siguientes condiciones especiales de emisión:

- i) El monto del capital de la emisión no debe ser inferior a dos mil (2000) salarios mínimos mensuales (aproximadamente COP923.000.000, en 2008). Lo anterior quiere decir que el valor total del crédito que representan los bonos no debe ser inferior a dicho monto. La excepción a esta regla son las emisiones de bonos de riesgo.
- ii) Cuando se pretende realizar la emisión de bonos convertibles en acciones, para realizar oferta pública, se requiere que las acciones y los bonos se encuentren inscritos en la BVC. Este mismo requisito aplica para los bonos con cupones para la suscripción de acciones, los cuales deben indicar el título al cual pertenecen, su número, valor y la fecha en que pueden hacerse efectivos, además de lo cual debe tener la misma ley de circulación del bono.

Sin embargo, no se requiere que las acciones estén inscritas en la BVC cuando se cumpla cualquiera de las siguientes condiciones:

 - Que los bonos vayan a ser colocados exclusivamente entre los accionistas del emisor.
- Que los bonos vayan a ser colocados exclusivamente entre los acreedores con el objeto de capitalizar obligaciones del emisor, siempre y cuando se trate de créditos ciertos comprobados y adquiridos con anterioridad a la emisión de bonos.
- Cuando se trate de bonos de riesgo.
- iii) Los bonos ordinarios que se vayan a colocar por oferta pública deben haber sido inscritos en la BVC.
- iv) El emisor no se debe encontrar en ninguno de los siguientes eventos:
 - Haber incumplido las obligaciones de una emisión anterior, salvo que se trate de emisores en proceso de reestructuración.
 - Haber colocado los bonos en condiciones distintas de las autorizadas.
 - Estar pendiente el plazo de suscripción de una emisión.
 - Estar pendiente una suscripción de acciones, tratándose de bonos convertibles que deban colocarse con sujeción al derecho preferencia.
- v) No pueden emitirse bonos con vencimientos inferiores a un (1) año, no obstante lo cual, cuando se trate de bonos convertibles en acciones, en el prospecto de emisión puede preverse que la conversión puede realizarse antes de que haya transcurrido un año contado a partir de la suscripción del respectivo bono.

3.2.1.2.5. Aspectos tributarios de los bonos.

La regulación tributaria aplicable a los bonos puede separarse entre las reglas aplicables al inversionista y las reglas aplicables al emisor, de la siguiente forma:

Para el inversionista:

i) Impuesto de Renta.

El comprador de los bonos está sujeto al impuesto de renta sobre los intereses que perciba con ocasión de la adquisición de los bonos. Para tales efectos, la tarifa del impuesto se determina así:

- Si se trata de una persona jurídica domiciliada en Colombia o de un inversionista extranjero no residente en Colombia, la tarifa es del treinta y tres por ciento (33%).
- Si se trata de una persona natural colombiana o de un inversionista extranjero residente, la tarifa es la que corresponda según la tabla del impuesto de renta aplicable.

El emisor debe practicar retenciones en la fuente sobre esos intereses de la siguiente manera:

- Si se trata de una persona jurídica domiciliada en Colombia, de una persona natural colombiana o de un inversionista extranjero residente, la tarifa de retención en la fuente es del siete por ciento (7%).

- Si se trata un inversionista extranjero no residente la tarifa de retención en la fuente es del treinta y tres por ciento (33%). Sin embargo, de acuerdo con el artículo 25-5 del Estatuto Tributario, no se consideran de fuente nacional “los créditos que obtengan en el exterior las empresas nacionales, extranjeras o mixtas establecidas en el país, de acuerdo con las políticas adoptadas por el Consejo Nacional de Política Económica y Social, Conpes”. Dado que la emisión de bonos con inversionistas extranjeros está sujeta a la anterior disposición, no habría lugar a practicar retención en la fuente en este caso.

ii) IVA. Los intereses y el capital de los bonos están gravados con IVA.

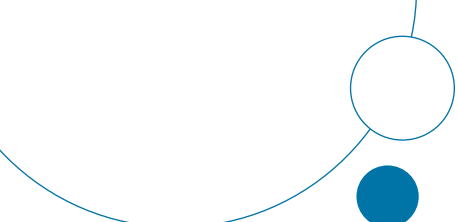
iii) Impuesto de Industria y Comercio. Los intereses que perciban los compradores de los bonos pueden formar parte de su base para liquidar el impuesto de industria y comercio de acuerdo con las normas vigentes en el municipio respectivo. Este pago puede efectuarse vía retención en la fuente si las disposiciones tributarias locales así lo establecen.

iv) Impuesto de timbre: Los bonos se encuentran exentos del impuesto de timbre.

Para el emisor de los bonos:

i) Impuesto de Renta:

El emisor de los bonos no está sujeto al Impuesto de Renta sobre el monto de la suscripción que recibe con ocasión de la emisión. Así mismo, el emisor no tiene un incremento en su base para determinar su renta presuntiva puesto que debe registrar un activo contra un pasivo por el mismo valor, lo que significa que su patrimonio líquido no sufre un incremento neto.



El monto de los intereses pagados por el emisor es deducible en la determinación de su impuesto de renta, siempre que la financiación esté directamente relacionada con su actividad productora de renta y se cumplan con los demás requisitos generales de deducibilidad.

- ii) IVA, impuesto de timbre e impuesto de industria y comercio:

Respecto al IVA y el impuesto de timbre, se aplican los mismos aspectos que se expusieron respecto a dichos impuestos para el caso de los compradores de bonos.

Respecto al impuesto de industria y comercio. El emisor de los bonos no está sujeto a este impuesto, dado que, como ya se señaló, éste no obtiene ingresos con ocasión de tal operación.

- iii) Impuesto de timbre:

Se aplican los mismos comentarios que se expusieron en materia del impuesto de timbre para los compradores de los bonos.

3.2.1.3. Papeles comerciales.

Los papeles comerciales son pagarés (promesas incondicionales de pagar determinada suma de dinero), emitidos de forma masiva o serial con el fin de ser ofrecidos en el mercado de valores y, por lo tanto, funcionar como instrumentos de inversión.

Pueden ser emitidos y ofrecidos en el mercado de valores por cualquier persona con capacidad para emitir, excepto los patrimonios autónomos, y siempre y cuando se observen los siguientes requisitos:

- i) El plazo de los papeles comerciales debe ser superior a quince (15) días e inferior a un (1) año.
- ii) El monto de la emisión no puede ser inferior a dos mil (2.000) salarios mínimos legales mensuales.
- iii) Los recursos obtenidos a través de la colocación de los papeles comerciales no pueden destinarse a la realización de actividades propias de los establecimientos de crédito (es decir, actividades restringidas a los bancos comerciales, las corporaciones financieras, las compañías de financiamiento comercial y las cooperativas financieras), ni a la adquisición de acciones o bonos convertibles en acciones.
- iv) El emisor debe inscribir los valores en la BVC. La emisión de papeles comerciales puede darse bajo dos modalidades: emisión única y emisión rotativa.



- i) Emisión única. La emisión única es aquella en la cual se presenta un ofrecimiento y colocación por una sola vez. En este caso, el emisor debe indicar en el respectivo aviso de oferta que se trata de una emisión de papeles comerciales sin posibilidad de rotación ni de prórroga al vencimiento de los valores.
- ii) Emisión rotativa. La emisión rotativa es aquella a través de la cual se ofrecen y colocan los papeles comerciales cuantas veces se requiera, con sujeción al cupo máximo autorizado. Este tipo de emisión, a su vez, puede ser con posibilidad de prórroga o sin posibilidad de prórroga, lo cual debe indicarse en el correspondiente aviso de la oferta.

En el caso de la emisión rotativa con posibilidad de prórroga, si al cumplimiento del plazo inicial, tanto el emisor como el inversionista no se pronuncian en contrario, el plazo se entiende prorrogado automáticamente por un término igual al inicial, conservándose las mismas condiciones financieras.

Por el contrario, si a la fecha de vencimiento el emisor guarda silencio y el inversionista solicita la redención del valor, el emisor debe proceder a dicha redención. Si es el emisor quien decide redimir los valores al momento de su vencimiento, el inversionista está obligado a aceptar dicha redención.

Si el emisor propone modificar la tasa de rentabilidad y el inversionista no objeta la modificación,

el plazo del valor se prorroga por un término igual al pactado inicialmente, bajo las condiciones financieras ofrecidas por el emisor. En caso contrario, el emisor debe proceder a la redención del valor.

La autorización para ofrecer en el mercado de valores papeles comerciales tiene una vigencia máxima de dos (2) años. En el caso de emisiones rotativas, tal autorización se aplica respecto del total de emisiones que se realicen durante ese plazo. Por lo tanto, el vencimiento de los papeles comerciales no puede ser, en ningún evento, posterior a dos (2) años, contados a partir de la fecha de publicación del primer aviso de la oferta.

3.2.1.4. Certificados de depósito a término.

Los certificados de depósito a término son valores emitidos por entidades financieras autorizadas para el efecto, que representan un capital recibido por tales entidades y el cual está sujeto a devolución dentro de un plazo determinado al depositante. Este plazo, de acuerdo con el Decreto 2423 de 1993, no puede ser inferior a un mes.

De acuerdo con el Decreto 663 de 1993 (Estatuto Orgánico del Sistema Financiero), las entidades autorizadas para emitir certificados de depósito a término son los bancos comerciales, las corporaciones financieras y las compañías de financiamiento comercial.

3.2.1.5. Aceptaciones bancarias.

Las aceptaciones bancarias son letras de cambio en las cuales una entidad financiera actúa como aceptante y, por lo tanto, obligado directo de las obligaciones respectivas.

Según lo prevé el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, los bancos comerciales, las corporaciones

financieras y las compañías de financiamiento comercial están facultadas para aceptar letras de cambio, bajo las siguientes condiciones:

- i) Los bancos pueden aceptar letras de cambio que se originen en transacciones de bienes correspondientes a compraventas nacionales o internacionales. Entre la fecha de aceptación y la fecha de vencimiento, según lo prevé la Circular Básica Jurídica 007 de 1996, no puede mediar más de un año.
- ii) Las Corporaciones Financieras pueden aceptar toda clase de títulos, siempre y cuando éstos hayan sido emitidos a favor de determinada empresa.
- iii) Las Compañías de Financiamiento Comercial pueden aceptar letras de cambio siempre y cuando tales letras estén originadas únicamente en transacciones de compraventa de bienes al interior del país. No obstante lo anterior, la Circular Básica Jurídica 007 de 1996 autoriza a las Compañías de Financiamiento Comercial que tengan el capital exigido para ser intermediarios del mercado cambiario, para que acepten letras de cambio originadas en operaciones de compraventa de bienes en el exterior, en las mismas condiciones previstas para los establecimientos bancarios.

3.2.2. Valores de renta variable.

En esta sección se hace referencia a las acciones, los valores emitidos en desarrollo de procesos de titularización (los cuales, no obstante, pueden ser igualmente

de renta fija o mixtos) y los derechos representativos de capital de riesgo.

3.2.2.1. Acciones.

Esta sección se refiere a (i) las características de las acciones, las acciones negociables en el mercado de valores y los requisitos para la emisión y oferta pública de acciones, y (ii) los aspectos tributarios de las acciones.

3.2.2.1.1. Características de las acciones que se negocian en el mercado de valores.

Las acciones son los valores negociables representativos del capital de una sociedad anónima. Estos valores se caracterizan por los siguientes aspectos:

- i) Son valores nominativos, es decir, son valores que exigen la inscripción del tenedor en el registro que administra el emisor para tales efectos, de forma que sólo es reconocido como tenedor legítimo quien figure en tal registro. Lo anterior debido a que, aunque el Código de Comercio prevé que las acciones pueden ser nominativas o al portador (debiendo ser nominativas cuando no se hubieran pagado íntegramente), la Decisión 24 de la Comunidad Andina de Naciones, adoptada en la legislación interna mediante el Decreto 1900 de 1973, dispuso que únicamente estaría permitido en los países de la región la emisión de acciones nominativas, lo cual se reiteró en la Decisión 220 y, posteriormente, en la Decisión 291.
- ii) Son valores libremente negociables. En el mercado de valores, la libre negociabilidad de las acciones conlleva a que, según se explica más adelante, el derecho de preferencia en la negociación de estos valores se suspende al inscribirse un emisor en la BVC.

- iii) Son valores de renta variable, es decir, valores cuyos rendimientos se desconocen al momento de su emisión o adquisición, de tal forma que dichos rendimientos únicamente pueden ser conocidos al momento de su liquidación. En particular, las acciones son valores de renta variable porque sus rendimientos están representados por los dividendos obtenidos por el emisor.

Los siguientes son los tipos de acciones que existen en Colombia, los cuales se resumen en la tabla a continuación:

- i) Acciones Ordinarias. Son valores representativos del capital del emisor que otorgan al inversionista dos tipos de derechos: derechos políticos y derechos económicos.

Los derechos políticos comprenden:

- El de inspeccionar libremente los libros y papeles sociales del emisor dentro de los quince días hábiles inmediatamente anteriores a las reuniones de la asamblea general en que se examinen los balances de fin de ejercicio.
- El de participar y votar en las deliberaciones de la asamblea general de accionistas.

Los derechos económicos comprenden:

- El de negociar libremente las acciones.

- El de recibir una parte proporcional de los beneficios sociales establecidos por los estados financieros.
- El de recibir una parte proporcional de los activos sociales al momento de la liquidación y una vez pagado el pasivo externo del emisor.

- ii) Acciones preferenciales sin derecho a voto. Son acciones que otorgan a su titular un derecho de pago preferencial de sus dividendos y del reembolso de sus participaciones en caso de disolución del emisor. Los titulares de estas acciones, sin embargo, no tienen el derecho de participar en las asambleas de accionistas, sin perjuicio de la existencia de excepciones legales.

No obstante, de acuerdo con la Ley 222 de 1995, las acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto otorgan derechos de voto a sus titulares en los siguientes casos, además de los otros casos previstos en el respectivo reglamento de suscripción:

- Cuando se trate de aprobar modificaciones que puedan desmejorar las condiciones o derechos fijados para dichas acciones, caso en el cual se requiere el voto favorable del 70% de las acciones en que se encuentre dividido el capital suscrito, incluyendo en dicho porcentaje y en la misma proporción el voto favorable de las acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto.
- Cuando se vaya a votar la conversión en acciones ordinarias de las acciones con derecho preferencial y sin derecho a voto, efecto para el cual se aplica la misma mayoría anteriormente señalada.

- Si, al cabo de un ejercicio social, el emisor no genera utilidades que le permitan cancelar el dividendo mínimo y la Superintendencia Financiera, de oficio o a solicitud de los tenedores de acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto que representen por lo menos el 10% de las acciones, establezca que se han ocultado o distraído beneficios que disminuyan las utilidades a distribuir, los titulares de esas acciones pueden participar con voz y voto en la asamblea general de accionistas, hasta tanto se verifique que han desaparecido las irregularidades que dieron lugar a la medida.

Las acciones preferenciales sin derecho a voto tienen el mismo valor nominal de las acciones ordinarias y no pueden representar más del cincuenta por ciento (50%) del capital suscrito.

- iii) Acciones Privilegiadas. Son aquellas que, además de los derechos que confieren las acciones ordinarias, otorgan a sus titulares cualquier prerrogativa adicional de naturaleza económica, incluyendo (i) un derecho preferencial para su reembolso en caso de liquidación, hasta la concurrencia de su valor nominal, y (ii) un derecho a que de las utilidades se le destine, de manera prioritaria, una cuota determinada, acumulable o no, sin que dicha acumulación pueda extenderse por un período superior a cinco años.

Tabla 6. Tipos de acciones que se negocian en el mercado de valores.			
Derecho	Acciones ordinarias	Acciones preferenciales sin derecho a voto	Acciones privilegiadas
Inspección de los libros y papeles sociales en los términos legales	X	X	X
Deliberar en las decisiones de la Asamblea	X	X	X
Votar en las decisiones de la Asamblea General de Accionistas	X		X
Recibir una parte proporcional de las utilidades en condiciones de igualdad con los demás accionistas	X		X
Recibir una parte proporcional de las utilidades sociales de manera prioritaria		X	X
Negociar libremente las acciones	X	X	X
Recibir una parte proporcional de los activos sociales una vez pagado el pasivo externo, en condiciones de igualdad con los demás accionistas	X		X
Recibir una parte proporcional de los activos sociales una vez pagado el pasivo externo, de manera prioritaria sobre los demás accionistas		X	X

3.2.2.1.2. Requisitos para la emisión y oferta de acciones.

Para llevar a cabo una emisión y oferta pública de acciones, el emisor debe obtener las autorizaciones corporativas respectivas, inscribir los valores en el Registro Nacional de Valores y Emisores, e inscribirse en la BVC.

i) Autorizaciones corporativas

El procedimiento interno para adelantar una emisión y oferta de acciones está regulado de manera general para las sociedades comerciales en el Código de Comercio. De acuerdo con el mismo, este procedimiento requiere el cumplimiento de las siguientes etapas:

- La asamblea general de accionistas debe aprobar la decisión de que se inscriban las acciones en el Registro Nacional de Valores y Emisores. Esta decisión, para ser válida, debe ser adoptada con el quórum y mayorías necesarias para realizar reformas estatutarias.
- La junta directiva debe aprobar el reglamento de emisión y colocación de acciones, excepto en el caso de las acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto, caso en el cual se requiere que el reglamento sea aprobado por la asamblea general de accionistas, salvo que, al decidir la emisión, esta atribución sea delegada en la junta directiva. Esta regla se debe a que en el caso de las acciones con

dividendo preferencial y sin derecho a voto, se otorga a los futuros accionistas un derecho de pago prioritario sobre los accionistas existentes en el pago de sus dividendos, por lo cual resulta consistente con esta situación el que sean dichos accionistas quienes, en principio, deban aprobar la emisión de este tipo de acciones.

El reglamento debe contener, por lo menos, (i) la cantidad de acciones que se ofrecen, la cual no puede ser inferior a las emitidas; (ii) la proporción y la forma en que pueden suscribirse, (iii) el plazo de la oferta, que no puede ser menor de quince (15) días ni mayor de un (1) año; y (iv) el precio al que serán ofrecidas las acciones, el cual debe ser el resultado de un estudio realizado de conformidad con procedimientos reconocidos técnicamente.

En el régimen general de las sociedades anónimas contemplado en el Código de Comercio, se prevé que cuando el reglamento de suscripción de acciones dispone la cancelación por cuotas, al momento de la suscripción se debe cubrir, por lo menos, la tercera parte del valor de cada acción suscrita, y el plazo para el pago total de las cuotas pendientes no puede exceder de un año contado desde la fecha de la suscripción. Sin embargo, la Ley 964 de 2005 establece que estas reglas no se aplican para emisores inscritos. Por lo tanto, el reglamento de suscripción de acciones debe establecer la parte del precio que debe cubrirse al momento de la suscripción, así como el plazo para pagar las cuotas pendientes.

- ii) Inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores.

Los emisores de valores que tengan la intención de ofrecer públicamente sus acciones, deben inscribirse en el Registro Nacional de Valores y Emisores, presentando a la Superintendencia Financiera la información que se describe en el capítulo 1.5, sobre el Sistema Integral de Información al Mercado de Valores (SIMEV).

- iii) Inscripción en la BVC.

Una vez registrado el emisor en el Registro Nacional de Valores y Emisores, si es la intención de éste que se negocien sus acciones en la BVC, dicho emisor debe inscribirse en tal entidad, con sujeción a la documentación exigida por la Circular Única de la BVC.

3.2.2.1.3. Quórum y mayorías de emisores inscritos en la BVC.

Las sociedades anónimas que tengan inscritas sus acciones en la BVC están sujetas a un régimen especial de quórum (es decir, el número de inversionistas con los cuales la asamblea puede discutir determinado tema) y mayorías decisorias (es decir, el número de votos con los cuales determinada decisión se entiende aprobada).

La asamblea general de dichas sociedades debe deliberar con un número plural de socios que represente

por lo menos, la mitad más una de las acciones suscritas. Las decisiones se toman por mayoría de los votos presentes.

Sin perjuicio de lo anterior, en los siguientes casos las decisiones de la asamblea de accionistas no son tomadas por la mayoría simple de los votos presentes:

- i) La emisión y colocación de acciones sin sujeción al derecho de preferencia, que requiere el voto favorable de por lo menos el setenta por ciento (70%) de las acciones presentes en la reunión.
- ii) La distribución de utilidades, que requiere el voto favorable de por lo menos el setenta y ocho por ciento (78%) del capital social.
- iii) El pago de dividendos en forma de acciones liberadas del emisor, que requiere el voto favorable del ochenta por ciento (80%) de las acciones representadas en la reunión.

3.2.2.1.4. Derecho de preferencia en la suscripción y negociación de acciones.

El derecho de preferencia consiste en la facultad que tiene todo accionista o tenedor de bonos convertibles en acciones, de suscribir un número de dichos valores proporcional al número que actualmente se posee, ya sea en caso de emisión de esta clase de valores por el emisor (derecho de preferencia en la suscripción de acciones), o en caso de enajenación de tales valores por parte de uno de los accionistas (derecho de preferencia en la enajenación de acciones).

El derecho de preferencia en la suscripción de acciones se entiende aplicable en cualquier caso en que en los estatutos sociales no exista ninguna disposición al

respecto, aún si el emisor tiene sus acciones inscritas en la BVC.

El derecho de preferencia en la negociación de acciones se suspende cuando un emisor inscribe sus acciones en la BVC, si tal derecho había sido pactado en los estatutos; en la medida en que, mientras el emisor tenga inscritas sus acciones en la BVC, se entiende por no escrita cualquier cláusula que limite la libre negociabilidad de las acciones.

3.2.2.1.5. Aspectos tributarios de las acciones.

La legislación tributaria regula las acciones en materia de dividendos y de la utilidad obtenida de la enajenación de acciones.

i) Dividendos.

Los dividendos obtenidos por los inversionistas que sean personas jurídicas domiciliadas en Colombia o por inversionistas extranjeros no residentes en Colombia están gravados a una tarifa del treinta y tres por ciento (33%).

Si se trata de una persona natural colombiana o de un inversionista extranjero residente, la tarifa es la que corresponda según la tabla de renta establecida para este efecto.

En el caso de los inversionistas extranjeros, con el objeto de evitar la doble tributación, los dividendos decretados con cargo a utilidades que hubieran sido gravadas so-

bre el emisor colombiano pueden ser distribuidos como ingreso no constitutivo de renta para el accionista.

En el caso contrario, los accionistas extranjeros están gravados con el impuesto de renta sobre tales dividendos a una tarifa del 33%. El emisor que decreta los dividendos debe retener el 100% de este impuesto.

Para determinar la parte de las utilidades que se puede distribuir como ingreso no constitutivo de renta para el accionista, de la renta líquida gravable del emisor se debe restar el impuesto básico de renta por ese año gravable. El valor que resulte de esta operación es el monto máximo que se puede distribuir como ingreso no constitutivo de renta para el accionista.

En cuanto al tratamiento tributario de negociaciones en el mercado secundario, la utilidad para el inversionista de la venta de acciones inscritas en la BVC no es renta gravable ni ganancia ocasional, si dichas acciones no superan el diez por ciento (10%) de las acciones en circulación del emisor durante un mismo año gravable.

3.2.3. Valores emitidos en desarrollo de procesos de titularización.

La titularización consiste en la entrega de un activo que un sujeto, denominado originador, realiza a una entidad administradora de un patrimonio autónomo, para que ésta emita valores que representan derechos sobre dichos activos.

En esta sección se hace referencia a quiénes participan en los procesos de titularización; los valores que pueden ser emitidos en desarrollo de procesos de titularización; cuáles son los activos que se pueden titularizar; reglas aplicables a determinados procesos especiales de titularización; y tratamiento tributario de la titularización.

3.2.3.1. Aspectos generales de la titularización.

En estos procesos intervienen los siguientes agentes:

- i) Originador. Es la persona o las personas que transfieren los bienes o activos base del proceso de titularización. Pueden ser originadores las entidades públicas y privadas extranjeras, incluyendo instituciones financieras.
- ii) Agente de manejo. Es la entidad que recauda los recursos provenientes de los valores emitidos por el patrimonio autónomo y, por lo tanto, quien se relaciona jurídicamente con los inversionistas. El agente de manejo así mismo tiene la función de solicitar la autorización correspondiente a la Superintendencia Financiera para llevar a cabo la emisión, así como, en el evento de emisiones de valores garantizadas, realizar las respectivas gestiones judiciales o extrajudiciales para defender los intereses de los inversionistas.
- iv) Patrimonio Autónomo. Es el conjunto de bienes entregado por el originador, los cuales son objeto de titularización y los cuales constituyen un patrimonio separado del patrimonio del agente de manejo y de la administradora.
- v) Colocadora. Es la entidad que, en virtud de su objeto social, se encuentra facultada para actuar como suscriptor profesional o *underwriter*. Sin embargo, la colocación de la emisión puede ser efectuada directamente por el agente de manejo o mediante un contrato de comisión.

En Colombia pueden actuar como agentes de manejo las sociedades fiduciarias, las sociedades titularizadoras y las demás entidades financieras de creación legal autorizadas para desarrollar contratos de fiducia.

- iii) Administradora. Es la entidad encargada de la conservación, custodia y administración de los activos titularizados, así como del recaudo y transferencia al agente de manejo de los flujos provenientes de dichos activos.

Esta calidad la puede tener el originador, el agente de manejo o una entidad distinta. En cual-

quier caso, la actuación de la administradora no exonera de responsabilidad al agente de manejo respecto a la consecución de los fines de la titularización.

Así mismo, según se describe en detalle al hacer referencia a la titularización de crédito hipotecario, la Ley 546 de 1999 autoriza a los establecimientos de crédito, las entidades del sector solidario, las cooperativas financieras y el Fondo Nacional del Ahorro para emitir valores representativos de sus créditos de vivienda.



Gráfica 12. Estructura de la titularización



3.2.3.2. Tipos de valores emitidos en desarrollo de procesos de titularización.

Los valores emitidos en desarrollo de estos procesos pueden tener cualquiera de las siguientes modalidades:

- i) Valores corporativos o de participación, a través de los cuales el inversionista adquiere un derecho en el patrimonio conformado por los activos objeto de titularización. De esta forma, el inversionista participa de las utilidades que genere el patrimonio autónomo de manera proporcional a sus derechos en el mismo.
- ii) Valores de contenido crediticio, que confieren a su titular el derecho a percibir el capital y rendimientos

financieros predefinidos en el valor. Los activos que integran el patrimonio autónomo respaldan los derechos que tienen los inversionistas en virtud de la tenencia de los valores.

- iii) Valores mixtos, entendiendo por tales aquellos que de manera adicional a los derechos que confiere un valor de participación, pueden ser amortizables o pueden tener una rentabilidad mínima o un límite máximo de participación.

Los valores emitidos en desarrollo de procesos de titularización no pueden tener un período de redención inferior a un (1) año, sin perjuicio de lo cual pueden efectuarse amortizaciones parciales de término inferior a un año, hasta por el treinta por ciento (30%) del valor del capital.

No obstante, la Superintendencia Financiera puede autorizar valores con períodos de redención inferior o con amortizaciones parciales que superen el porcentaje mencionado, cuando las condiciones particulares del proceso así lo requieran.

En todo caso, el plazo máximo de redención de los valores no puede superar el término del contrato que dio origen a la conformación del patrimonio autónomo o de la cartera colectiva.

3.2.3.3. ¿Qué se puede titularizar?

En Colombia es posible titularizar los siguientes activos y flujos:

- i) Títulos. Comprende títulos de deuda pública, valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, y documentos de crédito.
- ii) Activos inmobiliarios.
- iii) Productos agropecuarios y agroindustriales.
- iv) Flujos de dinero. Incluye cartera de crédito, y rentas y flujos de caja determinables con base en regresiones de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años continuos.
- v) Otros activos. Además de lo anterior, es posible someter a consideración de la Superintendencia Financiera la posibilidad de estructurar titularizaciones sobre bienes diversos de los señalados.

No obstante lo anterior, la Superintendencia Financiera tiene la facultad de no autorizar titularizaciones sobre los anteriores activos, en cualquiera de los siguientes casos:

- i) Cuando existan circunstancias de las cuales se derive la posibilidad de que se cause un daño al mercado.
- ii) Tratándose de entidades emisoras de valores o de establecimientos de crédito que actúen como originadores, cuando la operación afecte la solvencia o estabilidad financiera de la entidad.
- iii) Cuando, a juicio de la Superintendencia Financiera, las condiciones económicas del mercado así lo ameriten.

3.2.3.4. Titularización inmobiliaria.

La titularización inmobiliaria comprende las siguientes modalidades:

A. Titularización de un inmueble.

Consiste en la transferencia de un inmueble con el propósito de efectuar su transformación en valores. El patrimonio autónomo constituido a partir de estos activos puede emitir valores de participación, de contenido crediticio o mixtos.

La realización de titularizaciones sobre inmuebles está sujeta a los siguientes requisitos especiales:

- i) Existencia de un avalúo elaborado con métodos de reconocido valor técnico.
- ii) El inmueble debe estar libre de limitaciones distintas de las derivadas del régimen de propiedad horizontal y debe permanecer asegurado contra riesgos de incendio y terremoto.

- iii) Tratándose de esquemas en los cuales el flujo de caja constituya el factor principal en la rentabilidad ofrecida al inversionista, deben incorporarse mecanismos de cobertura encaminados a garantizar dicha rentabilidad.
- iv) El monto de la emisión de valores de participación, mixtos o de contenido crediticio no puede exceder del ciento diez por ciento (110%) del avalúo del inmueble.

B. Titularización de un proyecto de construcción

Consiste en la emisión de valores mixtos o valores de participación que incorporen derechos porcentuales sobre un patrimonio autónomo constituido con un lote y los diseños, estudios técnicos y de prefactibilidad económica, programación de obra y presupuestos necesarios para adelantar la construcción del inmueble o inmuebles que contemple el proyecto inmobiliario. El inversionista participa de los beneficios obtenidos del desarrollo del proyecto, incluyendo la rentabilidad obtenida de la valorización del inmueble y la enajenación de unidades de construcción.

El patrimonio autónomo también puede constituirse con sumas de dinero destinadas a la adquisición del lote o a la ejecución del proyecto.

La titularización de proyectos de construcción se sujeta a las siguientes condiciones especiales:

i) Requisitos financieros

- La inversión mínima en los valores que se emiten en virtud de estos proyectos de titularización debe ser, por lo menos, equivalente a sesenta (60) salarios mínimos por inversionista (27.690.000 en 2008). Las inversiones realizadas por carteras colectivas inmobiliarias (las cuales se explican en el capítulo sobre carteras colectivas) o por inversionistas institucionales autorizados para este fin, están exentos de este límite.
- En ningún caso el monto de la emisión puede exceder el 100% del presupuesto total de costos del proyecto inmobiliario, incluidos los costos propios del proceso de titularización.
- Debe existir un estudio técnico económico detallado que concluya razonablemente la viabilidad financiera del proyecto.
- En el presupuesto total del proyecto debe incluirse el valor del terreno y el costo de los diseños, estudios técnicos y de factibilidad económica, programación de obras y presupuestos, así como los valores de administración, imprevistos y utilidades.
- El costo de los diseños, estudios técnicos y de factibilidad económica, programación de obras y presupuestos o de los estudios que sean equivalentes, se valoran hasta por el veinte por ciento (20%) del presupuesto total del proyecto.

ii) Avalúos.

- Debe existir un avalúo actualizado sobre el lote de terreno en el cual se realizará la construcción.

- Debe presentarse a la Superintendencia Financiera el método o procedimiento de valoración del patrimonio autónomo con cargo al cual se emiten los valores.
- iii) Experiencia y control de la administración.
- La sociedad constructora debe acreditar una trayectoria superior a cinco (5) años en el sector de la construcción y experiencia en obras similares.
 - Se requiere de la vinculación de una sociedad interventora, cuya trayectoria, experiencia y objetividad debe verificarse por parte del agente de manejo.
- iv) Garantías relacionadas con la inversión y resolución de los desembolsos.
- El constructor debe constituir pólizas de cumplimiento y de manejo del anticipo.
 - El contrato de fiducia mercantil que da origen al proceso de titularización debe incluir cláusulas de terminación a través de las cuales se prevea el reembolso del dinero a los inversionistas en el evento de no alcanzarse el punto de equilibrio establecido para iniciar la ejecución del proyecto. En virtud de la cláusula resolutoria, el contrato celebrado con los inversionistas se deshace y vuelve a su estado inicial; en consecuencia, se restituyen los valores que hayan sido entregados.

3.2.3.5. Titularización de créditos hipotecarios.

En este caso, contemplado por la Ley 546 de 1999, los establecimientos de crédito, entidades del sector solidario y el Fondo Nacional del Ahorro, tienen la facultad de emitir valores representativos de créditos otorgados para financiar la construcción y la adquisición de vivienda, incluyendo sus garantías o títulos representativos de derechos sobre los mismos y sobre las garantías que los respalden, cuando tengan como propósito enajenarlos en el mercado de capitales.

Igualmente, los establecimientos de crédito pueden transferir sus créditos hipotecarios, incluyendo las garantías o los derechos sobre los mismos y sus respectivas garantías, a sociedades titularizadoras, a sociedades fiduciarias en su calidad de administradoras de patrimonios autónomos o a otras instituciones autorizadas por el Gobierno Nacional, con el fin de que éstas emitan valores para ser colocados entre el público.

3.2.3.6. Aspectos tributarios de la titularización.

El originador en la titularización está sujeto al impuesto de renta sobre los valores reconocidos a su favor, en lo que exceda del costo fiscal de los activos titularizados. El costo fiscal de los bienes que se adquieran a través del proceso de titularización es igual al costo fiscal de los respectivos valores.

Los tenedores de los valores están sometidos al impuesto de renta sobre las rentas que generen los valores y sobre las ganancias obtenidas de su enajenación.

Están exentos los rendimientos financieros causados en procesos de titularización de cartera hipotecaria y los bonos hipotecarios.

3.2.4. Derechos representativos de capital de riesgo.

Los fondos de capital de riesgo o *venture capital funds*, son un tipo de cartera colectiva que invierte en empresas que están en etapas iniciales de formación. De esta forma, los fondos de capital de riesgo son una especie de los fondos de capital privado (*private equity funds*) regulados por el Decreto 2175 de 2007, los cuales consisten en carteras colectivas que destinan al menos dos terceras partes de los aportes de sus inversionistas a la adquisición de activos o derechos de contenido económico, diferentes de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores.

Sin embargo, los fondos de capital de riesgo se diferencian de los fondos de capital privado en los siguientes aspectos:

- i) Los fondos de capital de riesgo invierten en empresas emergentes, en tanto que los fondos de capital privado invierten en empresas consolidadas pero que no se encuentran inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores.
- ii) Como consecuencia de la naturaleza de las empresas en las cuales invierten los fondos de capital de riesgo, y tal y como lo indica su nombre, el pago del capital y rendimientos de las inversiones que realizan tales fondos están sujetas, en principio, a mayor riesgo que las inversiones que realizan los fondos de capital privado.

- iii) Dado que el costo de la inversión en una empresa no consolidada es relativamente bajo frente a las inversiones que se realizan en empresas consolidadas, las participaciones de empresas no consolidadas tienden a valorizarse en una proporción mayor que en las empresas consolidadas, por lo cual los inversionistas de los fondos de capital de riesgo perciben un nivel alto de rentabilidad, en tanto que los inversionistas de los fondos de capital privado perciben un nivel medio de rentabilidad.

Teniendo en cuenta que los fondos de capital privado tienen la calidad de carteras colectivas, el funcionamiento de dichos fondos se describe en mayor detalle en el capítulo sobre carteras colectivas.

3.2.5. Otros valores.

3.2.5.1. Certificados de depósito de mercancías.

Los certificados de depósito de mercancías son valores expedidos por los almacenes generales de depósito con el objeto de hacer constar el recibo de bienes que son depositados en ellos, los cuales están destinados a servir como instrumento de enajenación de los bienes representados por los correspondientes valores. Estos valores pueden ser nominativos, a la orden o al portador, pero, en todo caso, deben representar bienes o productos determinados de forma individual o genérica que tengan una misma naturaleza.

3.2.5.2. Contratos sobre derivados.

De acuerdo con la Ley 964 de 2005, los contratos de derivados financieros estandarizados que sean susceptibles de ser transados en bolsas de valores o en sistemas transaccionales reciben el mismo tratamiento de los valores. A este aspecto se refiere en detalle el capítulo sobre derivados.

4. Intervinientes en el mercado de valores.

Los intervinientes en el mercado de valores comprenden fundamentalmente los emisores de valores y los inversionistas. Dentro de estas relaciones que se dan entre emisores e inversionistas intervienen terceros que facilitan las transacciones entre los primeros, actuando así como intermediarios del mercado de valores. En este capítulo se describen en detalle las reglas aplicables a emisores, intermediarios e inversionistas.

4.1. Emisores de valores.

Los emisores de valores incluyen: sociedades anónimas, los gobiernos extranjeros y entidades públicas extranjeras, los organismos multilaterales de crédito, las entidades extranjeras y sucursales de entidades extranjeras, y un grupo de otras entidades, conformado por las sociedades de responsabilidad limitada, las entidades cooperativas, las entidades sin ánimo de lucro, los patrimonios autónomos fiduciarios y las carteras colectivas cuyo régimen legal las autoriza para la emisión de valores.

4.1.1. Sociedades anónimas.

Las sociedades anónimas pueden emitir valores representativos de su capital (acciones) y valores de deuda.

Cuando las acciones de una sociedad anónima se registran en la BVC se producen los siguientes efectos:

- i) Se suspende cualquier restricción a la libre negociabilidad de las acciones, particularmente, el derecho de preferencia en la negociación.
- ii) Se modifica el régimen de quórum y mayorías decisorias, y el emisor correspondiente queda sujeto a las reglas explicadas en el capítulo sobre acciones.

4.1.2. Los gobiernos extranjeros y las entidades públicas extranjeras.

Los gobiernos extranjeros y las entidades públicas extranjeras pueden ofrecer valores en el mercado colombiano con sujeción a las siguientes reglas. En el caso de los gobiernos extranjeros, en razón a su naturaleza, únicamente procede la oferta de valores de deuda:

- i) Los valores que emitan deben ser a la orden o nominativos y designarse en Colombia una institución con domicilio en el país que actúe como administrador de la emisión.
- ii) En el mercado público de valores del país del emisor, los valores emitidos o garantizados por el gobierno colombiano o por entidades públicas colombianas se deben poder ofrecer públicamente. Este requisito puede ser acreditado mediante la oferta que haya emitido el respectivo organismo de supervisión en el país de origen de la respectiva oferta pública, o, si esto no se requiere en el país de origen, indicando la norma que permite la oferta pública de los respectivos valores en el país de origen.
- iii) El emisor, en el caso de gobiernos extranjeros, o los valores a ser ofrecidos en Colombia, en el caso de entidades públicas extranjeras, deben 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 calificadoras sometida a su inspección y vigilancia.

- iv) Cuando se vayan a inscribir acciones, deben informarse los derechos societarios que tendrían los inversionistas residentes en Colombia, y acreditar, a satisfacción de la Superintendencia Financiera, la forma en que dichos accionistas pueden ejercer sus derechos. Así mismo, deben informarse los derechos que tienen los inversionistas del país del emisor.
- v) El emisor debe tener 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.
- vi) Cuando ello sea requerido por la ley del país donde se encuentra el domicilio principal del emisor, debe acreditarse que la inscripción o la oferta de los valores a ser ofrecidos en Colombia fue autorizada por el organismo de control competente en dicha jurisdicción.

4.1.3. Organismos multilaterales de crédito.

Los organismos multilaterales de crédito son entidades conformadas por una pluralidad de países, que tienen por objeto realizar operaciones activas y pasivas de crédito con el fin de dar cumplimiento al objetivo general previsto en sus normas de creación. De acuerdo con la

Resolución 400 de 1995, estas entidades pueden ofrecer públicamente valores emitidos por ellas en el mercado colombiano con sujeción a los siguientes requisitos:

- i) Que se trate de un organismo creado en virtud de un tratado o acuerdo internacional del cual sea parte la República de Colombia.
- ii) Que los valores sean a la orden o nominativos, y se designe una institución con domicilio en Colombia que actúe como administrador de la emisión.
- iii) Que el emisor haya obtenido, en el curso de los doce (12) meses inmediatamente anteriores a la fecha de realización de la oferta, una calificación que corresponda por lo menos a grado de inversión, de parte de una o más agencias calificadoras de riesgo o valores internacionalmente reconocidas a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia. La calificación debe mantenerse actualizada hasta que se redima la emisión. La emisión a ser ofrecida en Colombia no requiere de ninguna calificación.
- iv) Que los valores se inscriban en la BVC

Los organismos multilaterales de crédito deben remitir a la Superintendencia Financiera de Colombia la información de fin de ejercicio y de períodos intermedios vigentes para emisores de valores, pero no están sometidos al régimen general de información relevante o eventual previsto en la Resolución 400 de 1995. No obstante, deben reportar, de manera inmediata, la información relacionada con aquellos cambios en la situación financiera o en las operaciones del correspondiente organismo emisor que sea susceptible de afectar de manera significativa su capacidad para pagar el capital y los intereses de los valores colocados en Colombia.

4.1.4. Entidades extranjeras y sucursales de entidades extranjeras

La Resolución 400 de 1995 permite la oferta pública de valores emitidos por entidades extranjeras que no estén sometidas a un régimen de derecho público, siempre y cuando se cumplan los siguientes requisitos:

- i) Cuando se trate de valores de contenido crediticio, deben ser a la orden o nominativos y designarse en Colombia una institución con domicilio en el país que actúe como administrador de la emisión.
- ii) Los valores a ser ofrecidos en Colombia deben ser susceptibles de ser ofrecidos públicamente en el país donde se encuentre el domicilio principal del emisor.
- iii) Los valores a ser ofrecidos en Colombia deben estar calificados por una o más agencias calificadoras de riesgo o valores internacionalmente reconocidas a juicio de la Superintendencia Financiera o por una sociedad calificadora sometida a la inspección y vigilancia de dicha entidad.
- iv) Cuando se vayan a inscribir acciones, deben informarse los derechos societarios que tendrán los inversionistas residentes en Colombia, así como los que tienen los inversionistas del país del emisor, acreditando además, a satisfacción de la Superintendencia Financiera, la forma en que los accionistas residentes en Colombia pueden ejercer sus derechos.

- v) La entidad extranjera debe tener inscritos valores en una o más bolsas de valores internacionalmente reconocidas, a juicio de la Superintendencia Financiera, de manera previa a la realización de la oferta.
- vi) Cuando ello sea requerido por la ley del país donde se encuentre el domicilio principal de la entidad extranjera, se debe acreditar que la inscripción o la oferta de los valores a ser emitidos en Colombia fue autorizada por el organismo de control competente en dicha jurisdicción.

Las sucursales de entidades extranjeras que desarrollen actividades permanentes en Colombia pueden actuar como emisores y realizar oferta pública de valores de contenido crediticio, siempre y cuando se cumplan los siguientes requisitos:

- i) Que el período de operación de la sucursal en el país no sea inferior a tres (3) años. En caso que la sucursal se encuentre en etapa preoperativa o tenga menos de tres (3) años de haber iniciado operaciones en el país, debe presentar a la Superintendencia Financiera un estudio de factibilidad económica, financiera y de mercado o, en el evento que la emisión cuente con el respaldo de la entidad extranjera, demostrar que ésta tiene inscritos valores en una o más bolsas de valores internacionalmente reconocidas, a juicio de la Superintendencia Financiera.
- ii) Que el plazo de los valores objeto de oferta pública no supere el plazo establecido para la duración de sus negocios en el país.

- iii) El prospecto y demás documentación soporte de la emisión, debe indicar si la emisión cuenta con la garantía de la entidad extranjera, caso en el cual debe indicarse, por lo menos:
- El alcance de la obligación de la entidad extranjera, en particular, si se garantiza total o parcialmente la emisión de la sucursal y si la obligación de la entidad extranjera es solidaria o subsidiaria.
 - El orden de prelación para el pago que tendrán los tenedores de los valores emitidos por la sucursal, en el evento de cualquier procedimiento concursal universal que se adelante contra la entidad extranjera.
 - La ley y la jurisdicción aplicables a la obligación de la entidad extranjera, incluyendo una descripción del procedimiento que deba adelantarse para su cobro extrajudicial o ejecución forzosa judicial.

Las sucursales están sometidas a las obligaciones de actualización del Registro Nacional de Valores y Emisores previstas para las entidades colombianas. En caso que la emisión cuente con la garantía de la entidad extranjera, ésta debe cumplir, por medio de la sucursal, con los deberes de información eventual previstos en la Resolución 400, para todos los emisores, y con los deberes de información periódica previstos para las entidades extranjeras.

4.1.5. Las universalidades a que se refiere la Ley 546 de 1999.

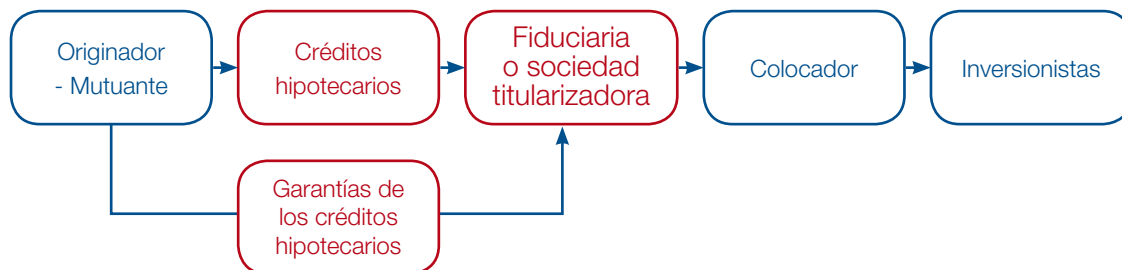
La Ley 546 de 1999 autorizó a los establecimientos de crédito y a las entidades mencionadas en el parágrafo del artículo 1º de dicha ley (las entidades del sector solidario, las asociaciones mutuales de ahorro y crédito, los fondos de empleados y el Fondo Nacional del Ahorro) para que se emitan valores representativos de sus créditos otorgados para financiar la construcción y la adquisición de vivienda, incluyendo sus garantías o títulos representativos de derechos sobre los mismos y sobre las garantías que los respalden, cuando tengan como propósito enajenarlos en el mercado de capitales.

De acuerdo con la Ley 546 de 1999, estos créditos subyacentes y las garantías que los aseguren constituyen una universalidad, respecto a la cual se prohíbe a los tenedores de los valores solicitar su división.

En este sentido, las universalidades de la Ley 546 de 1999 están excluidas del patrimonio de la entidad originadora de los respectivos créditos y cuentan con un respaldo especial, consistente en que no sólo dicha universalidad está garantizada con las garantías que han sido constituidas para respaldar los respectivos créditos, sino que, adicionalmente, los inversionistas cuentan con derechos específicos sobre el conjunto de activos que constituyen la universalidad.

El funcionamiento de la emisión de valores representativos de las universalidades de la Ley 546 de 1999 encuadra dentro del funcionamiento general de titularizaciones al cual se hizo referencia en el capítulo sobre este tema, según se muestra a continuación:

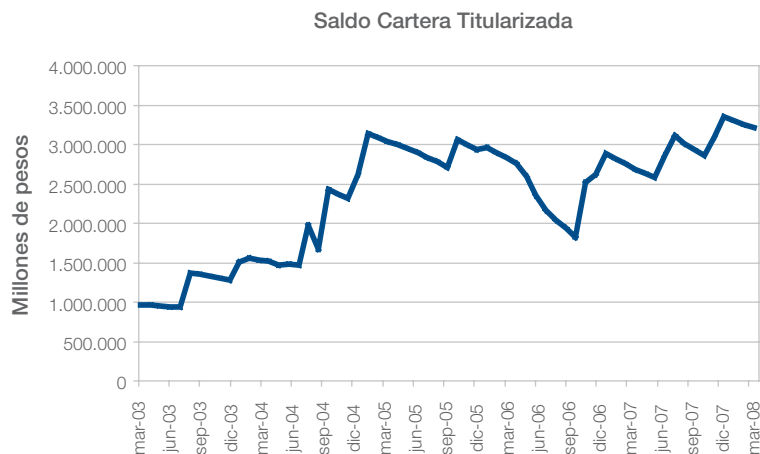
Gráfica 13. Estructura de los valores representativos de las universalidades de la Ley 546 de 1999.



Las titularizaciones sobre las universalidades de la Ley 546 de 1999 han sido realizadas principalmente por la Titularizadora Colombiana. Respecto a estos

procesos, a continuación se muestra la evolución del saldo total de cartera titularizada con corte a marzo de 2008:

Gráfica 14.1. Saldo histórico de cartera titularizada.

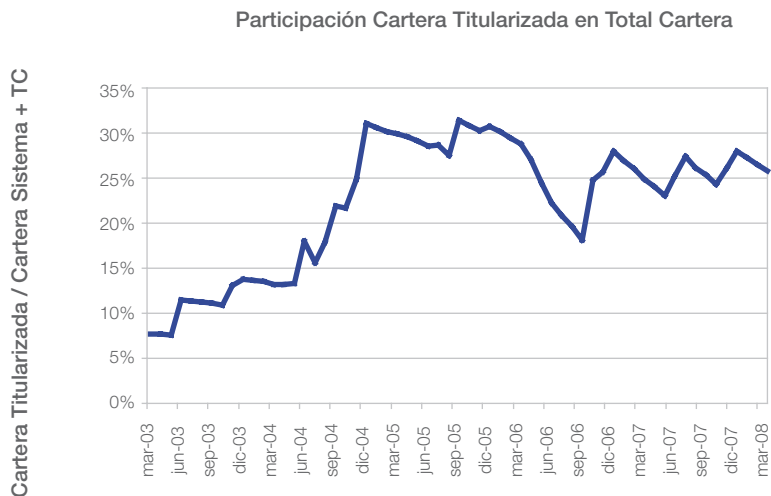


Fuente: Titularizadora Colombiana.

La importancia que ha adquirido la titularización sobre los créditos hipotecarios se refleja en la relación entre cartera titularizada y el monto total de la cartera. Según

se muestra en la gráfica a continuación; en tanto que en marzo de 2003 esta relación era inferior al 10%, en marzo de 2008 esta relación cerró en 25,6%.

Gráfica 14.2. Participación de la cartera titularizada en el total de la cartera.



Fuente: Titularizadora Colombiana.

4.1.6. Otros emisores.

Dentro de este grupo están las sociedades de responsabilidad limitada, las entidades cooperativas, las entidades sin ánimo de lucro, los patrimonios autónomos fiduciarios y las carteras colectivas cuyo régimen legal las autoriza para la emisión de valores.

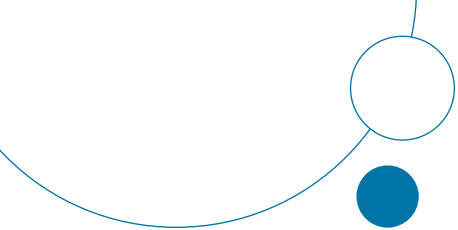
Las sociedades de responsabilidad limitada pueden emitir valores de deuda. No obstante, como el capital social no está representado en títulos de naturaleza negociable, estas sociedades no pueden emitir sus cuotas para ser negociadas en el mercado de valores.

4.1.6.1. Sociedades de responsabilidad limitada.

Las sociedades de responsabilidad limitada son aquellas en las cuales el capital social se encuentra distribuido en cuotas de igual valor, que no tienen la calidad de títulos negociables.

4.1.6.2. Entidades cooperativas.

Las cooperativas son definidas por la Ley 79 de 1988, según la cual “es cooperativa la empresa asociativa sin ánimo de lucro en la cual los trabajadores o los usuarios, según el caso, son simultáneamente



los aportantes y los gestores de la empresa, creada con el objeto de producir o distribuir conjunta y eficientemente bienes o servicios para satisfacer las necesidades de sus asociados y de la comunidad en general”.

Estas entidades pueden ser de los siguientes tipos:

- i) *Especializadas.* Son cooperativas especializadas las que se organizan para atender una necesidad específica, correspondiente a una sola rama de actividad económica, social o cultural. Dentro de estas cooperativas se encuentran las cooperativas de ahorro y crédito, cuyo fin es únicamente captar ahorro de sus asociados para luego colocarlos a través de créditos. Estas cooperativas pueden ofrecer servicios diferentes a los establecidos en su objeto, mediante la suscripción de convenios con otras entidades cooperativas.
- ii) *Integrales.* Son cooperativas integrales aquellas que, en desarrollo de su objeto social, realizan dos o más actividades conexas y complementarias de producción, distribución, consumo y prestación de servicios.
- iii) *Multiactivas.* Son cooperativas multiactivas las que se organizan para atender necesidades diversas mediante la concurrencia de servicios en una sola entidad jurídica. Los servicios deben ser organizados en secciones independientes, de acuerdo con las características de cada tipo especializado de cooperativa.

De manera similar a lo mencionado respecto a las sociedades de responsabilidad limitada, dado que las cooperativas no poseen una división de su capital social en títulos de naturaleza negociable, no pueden emitir valores de participación sobre su capital, pero sí valores de deuda.

4.1.6.3. Entidades sin ánimo de lucro.

Las entidades sin ánimo de lucro comprenden las fundaciones y las corporaciones, reguladas por el Código Civil. Estos tipos de entidades se distinguen entre sí en que la corporación está formada por un conjunto de individuos que tiene por objeto el ejercicio de determinadas actividades a favor de dichos individuos, sin que persiga fines de lucro, de tal forma que su sustrato es de carácter personal.

Por su parte, la fundación es un establecimiento o conjunto de bienes que persigue un fin especial de beneficencia y el cual se reviste de personería jurídica, de manera tal que el sustrato de dicha persona es de carácter patrimonial.

Al igual que lo mencionado con relación a las sociedades de responsabilidad limitada y las cooperativas, dado que en las corporaciones y fundaciones no se presentan títulos de naturaleza negociable representativos del capital, no es viable la emisión por tales entidades de valores de participación.

4.1.6.4. Entidades públicas legalmente facultadas para emitir valores de deuda pública.

De acuerdo con el Decreto 2681 de 1993, para efectos de llevar a cabo la inscripción de valores de deuda pública en el Registro Nacional de Valores y Emisores, el emisor debe someterse a los siguientes requisitos especiales:

i) La Nación.

La emisión y colocación de valores de deuda pública emitidos por la Nación requieren autorización por parte del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, concepto favorable del Consejo Nacional de Política Económica y Social (CONPES) y concepto de la Comisión de Crédito Público, si se trata de valores de deuda pública externa con plazo superior a un año.

ii) Entidades descentralizadas del orden nacional.

- La emisión y colocación de valores de deuda pública externa de entidades descentralizadas del orden nacional requiere autorización para iniciar gestiones impartidas por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (la cual puede otorgarse una vez se cuente con el concepto favorable del Departamento Nacional de Planeación) y autorización de la emisión y colocación impartida mediante resolución del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, en la cual se determine la oportunidad, características y condiciones de la colocación.
- La emisión y colocación de valores de deuda pública interna de entidades descentralizadas del orden nacional, requiere autorización impartida mediante resolución del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, en la cual se determine la oportunidad, características y condiciones de la colocación. La autorización puede otorgarse una vez se cuente con concepto favorable del Departamento Nacional de Planeación.

iii) Entidades territoriales y sus descentralizadas.

- La emisión y colocación de valores de deuda pública externa de entidades territoriales y sus descentralizadas, se sujeta a los mismos requisitos para la emisión y colocación de esta clase de valores por parte de entidades descentralizadas del orden nacional.
- La emisión y colocación de valores de deuda pública interna de entidades territoriales y sus descentralizadas requiere autorización impartida mediante resolución del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, en la cual se determine la oportunidad, características y condiciones de la colocación de acuerdo con las condiciones de mercado, una vez se cuente con concepto favorable de los organismos departamentales o distritales de planeación, según el caso.

4.1.6.5. Los patrimonios autónomos fiduciarios y las carteras colectivas cuyo régimen legal les autorice la emisión de valores

La Resolución 400 de 1995 prevé reglas particulares sobre los valores que pueden emitir los patrimonios autónomos fiduciarios en ejercicio de sus actividades, los cuales generalmente están autorizados para emitir valores de contenido crediticio, de participación o mixtos (como es el caso de los patrimonios autónomos conformados con el objeto de titularizar activos inmobiliarios o productos agropecuarios y agroindustriales).

El Decreto 2175 de 2007, por su parte, establece el régimen aplicable a las carteras colectivas, estableciendo los tipos de títulos que están autorizados para emitir tales carteras, los cuales dependen de la clase de cartera colectiva que se trate (abierta, cerrada, escalonada o de carácter especial). A este tema se hace referencia en el capítulo sobre carteras colectivas.

4.2. Intermediarios de valores.

Esta sección se refiere, en primer lugar, a las actividades de intermediación en el mercado de valores y, en segundo lugar, a los intermediarios en particular.

4.2.1. Intermediación.

La intermediación en el mercado de valores se refiere a las operaciones que tienen por finalidad o efecto el acercamiento de demandantes y oferentes en sistemas de negociación de valores o en el mercado mostrador, ya sea por cuenta propia o ajena, con el fin de:

- i) Comprar o vender valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, ya sea en el mercado primario o en el mercado secundario.
- ii) Comprar o vender valores inscritos en un sistema local de cotizaciones de valores extranjeros en el mercado secundario.
- iii) Realizar operaciones con derivados y productos estructurados a los cuales se les reconozca la calidad de valores.

Las operaciones de intermediación comprenden las siguientes actividades, siempre y cuando las mismas sean ejecutadas sobre valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, o sobre valores extranjeros listados en un sistema local de cotización de valores extranjeros (excepto en el caso del numeral v), en el cual sólo se admite que las respectivas operaciones recaigan sobre valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores):

- i) Las operaciones de comisión para la compra o venta de valores, así como las operaciones de compra y venta de valores ejecutadas en desarrollo de contratos de administración de portafolios de terceros y de administración de valores.

Estas operaciones sólo pueden ser desarrolladas por comisionistas de bolsa, comisionistas independientes de valores y comisionistas de bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales y de otros *commodities*, cuando estas últimas realicen dichas operaciones sobre valores de acuerdo con su régimen de operaciones autorizadas.

- ii) Las operaciones de corretaje.

Estas operaciones sólo pueden ser desarrolladas por comisionistas de bolsa, comisionistas independientes de valores y comisionistas de bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*, cuando estas últimas realicen dichas operaciones sobre valores.

- iii) Las operaciones de compra y venta de valores ejecutadas en desarrollo de contratos de fiducia mercantil o encargo fiduciario, que no den lugar a la vinculación del fideicomitente o del constituyente a una cartera colectiva administrada por una sociedad fiduciaria.

Estas operaciones sólo pueden ser desarrolladas por sociedades fiduciarias.

- iv) Las operaciones de compra y venta valores ejecutadas por:

- Las comisionistas de bolsa como administradoras de carteras colectivas reguladas por el Decreto 2175 de 2007 y de fondos de inversión de capital extranjero.

- Las sociedades fiduciarias en su calidad de administradoras de carteras colectivas reguladas por el Decreto 2175 de 2007, fondos de pensiones voluntarias y de fondos de inversión de capital extranjero.
 - Las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías en su calidad de administradoras de fondos de pensiones obligatorios, fondos de pensiones voluntarias y de fondos de cesantías.
 - Las compañías de seguros en su calidad de administradoras de fondos de pensiones voluntarias.
 - Las sociedades administradoras de inversión en su calidad de administradoras de carteras colectivas reguladas por el Decreto 2175 de 2007.
- v) Las operaciones de colocación de valores en las modalidades en firme, garantizada o al mejor esfuerzo, las cuales se describen en detalle más adelante.

Estas operaciones pueden ser realizadas por las comisionistas de bolsa, comisionistas independientes de valores y corporaciones financieras.

Así mismo, los establecimientos bancarios, las corporaciones financieras y las comisionistas de bolsa pueden, actuando como creadores de mercado, colocar títulos de deuda pública emitidos por la Nación, pudiendo o no garantizar la colocación del total o de una parte de tales emisiones, o tomando la totalidad o una parte de la emisión para colocarla por su cuenta y riesgo. Para estos efectos, es necesario tener en cuenta que una entidad actúa como creador de mercado o

market maker cuando, con el fin de imprimirle liquidez y reducir la volatilidad en el mercado de determinados títulos, realiza operaciones por cuenta propia en las cuales se compromete a vender o comprar a cierto precio, determinado valor, garantizando a los inversionistas la posterior compra o venta de dicho valor.

- vi) Las operaciones de compra y venta de valores ejecutadas por cuenta propia y directamente por los afiliados a un sistema de negociación de valores o a un sistema de registro de operaciones sobre valores. Para estos efectos, sólo pueden ser afiliados a un sistema de negociación de valores las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera y las entidades públicas que, conforme a su régimen legal, puedan acceder directamente a dichos sistemas.

Las operaciones por cuenta propia, si bien no encuadran estrictamente en el concepto de intermediación, fueron establecidas como tales con el fin de someter a las reglas sobre la materia y a la vigilancia de la extinta Superintendencia de Valores a ciertas entidades con una injerencia sustancial en el comportamiento del mercado, debido a los volúmenes manejados por tales entidades.

Después de la expedición del Decreto 4327 de 2005, mediante el cual se unificaron las Superintendencias Bancaria y de Valores, puede entenderse que la inclusión de las operaciones por cuenta propia como actividad de intermediación, se ha mantenido con el fin particular de someter a las reglas sobre intermediación a aquellas entidades que inciden sustancialmente en los volúmenes transados en el mercado y las cuales, de otra forma, no estarían sujetas a tales reglas.

La distribución de operaciones autorizadas por tipo de intermediario se describe en la siguiente tabla, a continuación de la cual se detalla el régimen de las operaciones y los aspectos principales de los intermediarios.

Tabla 7. Actividades de intermediación e intermediarios autorizados para ejercerlas.

	Entidad autorizada											
Operación autorizada	Comisionistas de Bolsa	Comisionistas Independientes	Bancos	Corporaciones Financieras	Compañías de Financiamiento Comercial	Sociedades Fiduciarias	Sociedades Administradoras de Inversión	Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías	Compañías de Seguros	Comisionistas de Bolsa de Commodities	Entidades no vigiladas por la SF	Entidades vigiladas por la SF en general
Comisión para la compra y venta de valores	X	X								X		
Corretaje	X	X								X		
Adquisición y enajenación de valores en desarrollo de contratos de fiducia mercantil o encargo fiduciario						X						
Adquisición y enajenación de valores en desarrollo de la administración de carteras colectivas reguladas por el Decreto 2175 de 2007	X					X	X					
Adquisición y enajenación de valores en desarrollo de la administración de fondos de inversión de capital extranjero	X											
Adquisición y enajenación de valores en desarrollo de la administración de fondos de pensiones obligatorias y cesantías								X				
Adquisición y enajenación de valores en desarrollo de la administración de fondos de pensiones voluntarias						X		X	X			
Operaciones de colocación de valores	X	X	X	X								
Operaciones por cuenta propia desarrolladas directamente por afiliados a sistemas de negociación											X	X
**Por SF se entiende Superintendencia Financiera.												

**Por SF se entiende Superintendencia Financiera.

4.2.2. Intermediarios de valores.

Los intermediarios del mercado de valores son las comisionistas de bolsa, las comisionistas independientes, los establecimientos de crédito, las sociedades administradoras de carteras colectivas y las comisionistas de bolsa de productos agropecuarios, agroindustriales y otros commodities.

Adicionalmente, las entidades públicas que, de acuerdo con su régimen legal, puedan realizar operaciones sobre valores directamente a través de sistemas de negociación de valores y no se encuentren sometidas a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera, son consideradas intermediarios de valores no sometidos a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera. Estos intermediarios deben ser miembros de un organismo de autorregulación autorizado por la Superintendencia Financiera y están sujetos a las obligaciones propias de tal membresía, así como las derivadas de su inscripción en el Registro Nacional de Agentes del Mercado.

4.2.2.1. Comisionistas de bolsa.

Las comisionistas de bolsa son sociedades anónimas que tienen como objeto el desarrollo del contrato de comisión para la compra y venta de valores. Además de esta operación y de las particulares que autorice la Superintendencia Financiera, las comisionistas de bolsa pueden ser autorizadas para desarrollar las siguientes actividades:

i) Operaciones especiales de compra y venta de valores

- Intermediar en la colocación de valores garantizando la totalidad o parte de la misma o adquiriendo dichos valores por cuenta propia.

- Realizar operaciones por cuenta propia con el fin de dar mayor estabilidad a los precios del mercado, reducir los márgenes entre el precio de demanda y oferta de los mismos y, en general, dar liquidez al mercado.
- Realizar compraventas con pacto de recompra sobre valores.

ii) Administración de recursos de terceros

- Administrar valores de sus comitentes con el propósito de realizar el cobro del capital y sus rendimientos y reinvertirlos de acuerdo con las instrucciones del cliente.
- Administrar portafolios de valores de terceros.
- Constituir y administrar las carteras colectivas que le autorice la ley.

iii) Otras actividades

- Corretaje.
- Otorgar préstamos con sus propios recursos para financiar la adquisición de valores.
- Asesorar en actividades relacionadas con el mercado de capitales.
- Actuar como intermediarios del mercado cambiario.

En este capítulo se describe cada una de estas operaciones autorizadas, sin perjuicio de lo cual el Gobierno Nacional puede autorizar actividades adicionales a las mencionadas con el fin de promover el desarrollo del mercado de valores. Así mismo, en este capítulo se describen las reglas de conducta especiales que están obligadas a cumplir las comisionistas de bolsa en desarrollo de su objeto social.

Previamente a lo anterior, la tabla siguiente resume las comisionistas de bolsa y comisionistas independientes que están actualmente autorizadas para actuar como tales en el mercado de valores:

Tabla 8. Comisionistas de Bolsa autorizadas por la Superintendencia Financiera a junio de 2008.

Comisionistas de Bolsa	ABN Amro Securities Colombia S. A. Comisionista de Bolsa
	Accion Comisionista de Bolsa
	Acciones y Valores S. A. Comisionista de Bolsa
	Afin S. A. Comisionista de Bolsa
	Alianza Valores Comisionista de Bolsa S. A.
	Asesores en Valores S. A. Comisionista de Bolsa
	Asesorías e Inversiones S. A.
	Asvalores S. A. Comisionista de Bolsa
	BBVA Valores Colombia S. A. Comisionista de Bolsa
	Bolsa y Renta S. A. Comisionista de Bolsa
	Casa de Bolsa Corficolombiana S.A. Comisionista de Bolsa
	Citivalores S. A. Comisionista de Bolsa
	Compañía de Profesionales de Bolsa S. A.
	Corredores Asociados S. A. Comisionista de Bolsa
	Correval S. A. Comisionista de Bolsa
	Davivalores S. A. Comisionista de Bolsa
	Gesvalores S. A. Comisionista de Bolsa
	Global Securities S. A. Comisionista de Bolsa
	Helm Securities S. A. Comisionista de Bolsa
	Interbolsa S.A. Comisionista de Bolsa
	Intervalores S. A. Comisionista de Bolsa
	Nacional de Valores S. A. Comisionista de Bolsa
	Promotora Bursátil de Colombia S. A. Comisionista de Bolsa
	Proyectar Valores S.A. Comisionista de Bolsa
	Ramón H. Villa y Cia. S. A. Comisionista de Bolsa
	Santander Investment Valores Colombia S. A. Comisionista de Bolsa
	Serfinco S. A. Comisionista de Bolsa
	Servibolsa S. A. Comisionista de Bolsa
	Skandia Valores S.A. Comisionista de Bolsa
	Stanford Bolsa y Banca S. A. Comisionista de Bolsa
	Suma Valores S. A. Comisionista de Bolsa
	Ultrabursátiles S. A. Comisionista de Bolsa
	Valores Bancolombia S. A. Comisionista de Bolsa
	Valores Bogotá S. A. Comisionista de Bolsa
	Valores de Occidente S. A. Sociedad Comisionista de Bolsa
	Valores del Popular S. A. Comisionista de Bolsa
	Visión de Valores S.A. Comisionista de Bolsa
Comisionistas Independientes	Valores y Mandatos de Colombia S.A.

4.2.2.1.1. Operaciones autorizadas.

- A. Contrato de comisión para la compra y venta de valores.

El contrato de comisión es el acuerdo mediante el cual la comisionista de bolsa se obliga a com-

prar o vender valores por cuenta de un inversionista, indicando o no que actúa en nombre de dicho inversionista.

El contrato de comisión es una especie de contrato de mandato, el cual consiste en un acuerdo mediante el cual se encomienda a una persona que se dedica profesionalmente a ello, la ejecución de uno o varios negocios, en nombre propio y por cuenta ajena.

Estos dos contratos se diferencian por los aspectos relacionados en la siguiente tabla:

Tabla 8. Comisionistas de Bolsa autorizadas por la Superintendencia Financiera a junio de 2008.

Característica	Mandato	Comisión
Persona a la cual se encomienda la ejecución del contrato	Cualquier persona.	Comisionistas de Bolsa, Comisionistas Independientes de Valores y Comisionistas de Bolsas de Bienes y Productos Agropecuarios, Agroindustriales y de otros <i>Commodities</i> .
Objeto	Realización de uno o más negocios o actos jurídicos por cuenta y riesgo del mandante.	Compra y venta de valores por cuenta y riesgo del comitente.
Representación	Puede ser con o sin representación. Cuando el contrato de mandato es con representación, los efectos de los negocios celebrados por el mandatario se entienden celebrados directamente con el mandante y, por lo tanto, los efectos de dichos negocios vinculan directamente al mandante.	Se entiende que el comisionista no representa al comitente. Por lo tanto, los efectos de los negocios celebrados por el primero no vinculan directamente al segundo.

- B. Operaciones de colocación.

La intermediación en la colocación de valores o *underwriting* es una operación mediante la cual una entidad autorizada para el efecto se compromete con el emisor a vender entre el público la totalidad de una emisión o una parte de ella.

Según se mencionó, además de las comisionistas de bolsa, la intermediación en la colocación de valores puede ser desarrollada por establecimientos bancarios, corporaciones financieras y por comisionistas independientes de valores, bajo las condiciones que se explican en las operaciones autorizadas de cada una de estas entidades con relación a la interme-

diación. Así mismo, los establecimientos bancarios, las corporaciones financieras y las comisionistas de bolsa pueden realizar este tipo de operaciones como creadores de mercado.

La colocación de valores puede ser de tres clases: en firme, garantizada o al mejor esfuerzo.

- i) En la colocación en firme, el colocador adquiere o suscribe la totalidad o parte de los valores que son emitidos, con la obligación de ofrecerlos al público inversionista al precio que se haya establecido y durante un plazo determinando.
- ii) En la colocación garantizada, el colocador garantiza al emisor la colocación de los valores dentro de un plazo determinado. En caso de no colocarse la totalidad de valores pactados, el colocador debe adquirir el remanente que no pudo ser colocado.
- iii) En la colocación al mejor esfuerzo, el colocador se compromete con el emisor a poner todos los medios necesarios para colocar los valores entre el público inversionista a un precio determinado y un plazo determinado.

C. Realizar operaciones por cuenta propia con el fin de dar mayor estabilidad a los precios del mercado, reducir los márgenes entre el precio de demanda y oferta de los mismos y, en general, dar liquidez al mercado.

Las operaciones por cuenta propia son las transacciones de adquisición o enajenación de valores que reali-

zan los afiliados a un sistema de negociación de valores o a un sistema de registro de operaciones sobre valores (entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera y entidades públicas cuyo régimen legal se los permite) sin estar actuado por cuenta de un tercero.

Las operaciones por cuenta propia que están autorizadas para realizar las comisionistas de bolsa pueden darse tanto en el mercado primario como en el mercado secundario. En cualquiera de estos dos eventos, las operaciones requieren autorización previa de la Superintendencia Financiera.

En el mercado primario la Resolución 400 de 1995 autoriza a las comisionistas de bolsa para:

- i) Comprar temporalmente, dentro de la modalidad en firme, toda o parte de una emisión con el objeto exclusivo de facilitar la distribución y colocación de los valores.
- ii) Adquirir el remanente de una emisión en desarrollo del acuerdo celebrado por la comisionista de bolsa para colocar la totalidad o parte de una emisión bajo la modalidad garantizada.
- iii) Adquirir valores emitidos por la Nación o por el Banco de la República, y por entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera, así como otros valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores.

En cuanto al mercado secundario, la Resolución 400 de 1995 autoriza de forma general a las comisionistas de bolsa para adquirir valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores o en un sistema local de cotizaciones de valores extranjeros, con el fin de darle liquidez y estabilidad al mercado, atendiendo ofertas o abasteciendo demandas, o con el propósito

de reducir los márgenes entre el precio de demanda y oferta. Así mismo, la enajenación de los valores que se han adquirido de esta forma se considera también como operación por cuenta propia.

En la realización de operaciones por cuenta propia, la comisionista de bolsa no puede realizar operaciones teniendo como contraparte, directa o indirectamente, a las carteras colectivas que administra, o a portafolios de valores de terceros que administre en desarrollo de contratos de administración de portafolios de terceros.

D. Realizar compraventas con pacto de recompra sobre valores.

Las comisionistas de bolsa están autorizadas para realizar compraventas con pacto de recompra sobre valores. Las características particulares y condiciones para la realización de estas operaciones se describen en detalle en el capítulo sobre operaciones especiales.

E. Administrar valores de inversionistas con el propósito de realizar el cobro del capital y sus rendimientos y reinvertidos de acuerdo con las instrucciones de dichos inversionistas.

Respecto a la administración de valores, las comisionistas de bolsa pueden desarrollar las siguientes actividades, siempre y cuando cuenten con autorización expresa del inversionista:

- i) Realizar el cobro de los rendimientos.
- ii) Realizar el cobro del capital.

- iii) Reinvertir las sumas que por capital o rendimientos llegue a cobrar de acuerdo con las instrucciones del cliente.
- iv) Suscribir los valores preferenciales que le correspondan en una nueva emisión.
- v) Valorar a precios de mercado los valores recibidos en administración.

Para el desarrollo de estas actividades, la comisionista de bolsa debe seguir las siguientes condiciones:

- i) Actuar con el *mayor grado de diligencia y cuidado*, lo cual implica de forma genérica, que la forma de actuación de la comisionista de bolsa respecto a los valores cuya administración se encomienda es la de un profesional en la materia. Adicionalmente, como regla general, la comisionista de bolsa responde hasta por culpa leve.
- ii) Mantener los mecanismos que permitan controlar el cobro oportuno de los rendimientos y del capital.
- iii) Efectuar las reinversiones que procedan, con sujeción a las instrucciones que imparta el cliente.
- iv) En caso que no proceda la reinversión, poner a disposición del cliente las sumas correspondientes en forma inmediata.
- v) Abrir una cuenta especial a nombre de cada uno de los inversionistas en su contabilidad, para los movimientos de dinero que origine la administración, en la que se deben registrar todas y cada una de las operaciones que ejecute con motivo del respectivo mandato.

- vi) Registrar en cuentas de orden el valor de los valores recibidos en custodia, así como elaborar un certificado de custodia respecto de los valores que le han sido entregados, salvo si los valores fueron depositados en el Depósito Centralizado de Valores (DECEVAL).
- vii) Administrar valores no inscritos en la BVC, siempre y cuando éstos se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, para lo cual es necesario acreditar que la comisionista de bolsa está dando cumplimiento al régimen de conflictos de interés, así como al régimen de inversiones y endeudamiento.

F. Administrar portafolios de valores de terceros.

Una comisionista de bolsa administra un portafolio cuando recibe dinero o valores de un inversionista con la finalidad de realizar operaciones sobre un conjunto de valores, a su juicio, pero con sujeción a los objetivos y parámetros generales determinados por el inversionista.

G. Constituir y administrar las carteras colectivas.

El papel de las carteras colectivas en el mercado de valores puede entenderse como intermediarios del mercado o como inversionistas. Como intermediarios de valores, las carteras colectivas facilitan el acercamiento entre demandantes y oferentes de valores, al captar de forma colectiva recursos del público con el objeto de gestionar e invertir tales recursos igualmente de forma colectiva.

Como inversionistas, las carteras colectivas son inversionistas profesionales en virtud de los recursos gestionados y la regularidad de sus operaciones.

El funcionamiento general y tipos de carteras colectivas se describen en el capítulo sobre inversionistas.

H. Corretaje.

El contrato de corretaje, contemplado en el Código de Comercio, es aquel en virtud del cual una persona que se denomina corredor, y que tiene un especial conocimiento de los mercados, se ocupa como agente intermediario en la función de relacionar a dos o más personas, con el fin de que éstas realicen un negocio comercial (en el caso del mercado de valores, suscripción o venta de valores), sin estar vinculado a las partes.

No obstante su similitud con el mandato y la comisión, el corretaje se diferencia de estos contratos en los siguientes aspectos:



Tabla 10. Diferencias entre el corretaje, el mandato y la comisión.			
Característica	Mandato	Comisión	Corretaje
Persona habilitada para realizarlo	Persona no calificada	Comisionistas de bolsa, comisionistas independientes de valores y comisionistas de bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales y de otros <i>commodities</i> .	Comisionistas de bolsa, comisionistas independientes de valores y comisionistas de bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales y de otros <i>commodities</i> .
Objeto	Realización de uno o más negocios o actos jurídicos por cuenta y riesgo del mandante.	Compra y venta de valores en nombre propio y por cuenta y riesgo del comitente.	Facilitar el acercamiento entre dos personas para la realización de un negocio.
Representación	Con o sin representación.	Sin representación.	Sin representación.

I. Otorgar préstamos con sus propios recursos para financiar la adquisición de valores.

Se entiende que se está financiando la adquisición de un valor cuando la comisionista de bolsa proporciona la totalidad o parte de los recursos necesarios para atender cualquier orden de compra de un valor impartida por un cliente.

La financiación de valores por parte de comisionistas de bolsa se sujeta a las siguientes condiciones:

- i) Autorización de la Superintendencia Financiera.
- Que exista autorización expresa por parte de la Superintendencia Financiera, con sujeción a las condiciones generales fijadas en la Resolución

400 de 1995, así como las demás condiciones particulares que determine la Superintendencia al autorizar la operación.

- ii) Requisitos especiales en caso de financiación otorgada con recursos provenientes de operaciones de endeudamiento.

Que si la financiación de valores que otorga la comisionista de bolsa no se realiza con recursos propios sino con recursos provenientes de operaciones de endeudamiento, se cumplan los siguientes requisitos especiales:

- Que el crédito correspondiente haya sido otorgado por una entidad sometida a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera.

- Que los pasivos que adquiera la comisionista de bolsa con el objeto de financiar la adquisición de valores no sean superiores a tres (3) veces su patrimonio técnico.
- Que en ningún caso se financie la adquisición de valores de un emisor con recursos provenientes de préstamos otorgados a la comisionista de bolsa por dicho emisor o la matriz y filiales de éste.

iii) Garantías.

Que se constituyan garantías en valores inscritos en la BVC, las cuales deben cubrir en todo momento, por lo menos, el cien por ciento (100%) del valor del préstamo. Con relación a la garantía, la comisionista de bolsa tiene las siguientes obligaciones:

- Valorar en forma diaria la suficiencia de las garantías otorgadas por sus clientes.
- Aceptar los valores entregados en garantía, como máximo, al 80% de su valor actual, calculando éste de acuerdo con la cotización en la BVC, y, si se entregan acciones en calidad de garantía, éstas deben ser de alta o media bursatilidad. Tratándose de otros valores, éstos deben ser de alta liquidez.
- Exigir a su cliente la constitución inmediata de las garantías adicionales necesarias para cubrir la totalidad del crédito, cuando por razones de

cotización en el mercado, el valor de las garantías no sea suficiente para cubrir el 100% del valor del crédito.

iv) Monto máximo de financiación.

Que los créditos que una comisionista de bolsa otorgue a un mismo beneficiario real no sean superiores al 15% de su capacidad para otorgar financiación, y, en todo caso, los recursos provenientes del préstamo no pueden tener por objeto que un mismo cliente adquiera con ellos un porcentaje superior al 3% de las acciones en circulación de un mismo emisor.

v) Plazo máximo.

Que el plazo de la financiación otorgada para la adquisición de valores no sea superior a un (1) año.

J. Asesorar en actividades relacionadas con el mercado de capitales.

Dentro de las modalidades de asesoría que se encuentran autorizadas para desarrollar las comisionistas de bolsa están las siguientes:

- i) Asesoría en sistemas de consecución de recursos, diseños de valores, fuentes de financiación, sistema de costos, definición de la estructura de capital, reestructuración de deuda, comercialización de cartera, colocación de valores entre terceros o asociados y repatriación de capitales.
- ii) Asesoría financiera en procesos empresariales de reorganización, cuando contemplen la conversión, fusión, escisión, adquisición, enajenación, cesión de activos, pasivos y contratos, y liquidación de empresas.

- iii) Asesoría en procesos de privatización.
- iv) Asesoría en programas de inversión.

Con relación a dichas modalidades de asesoría, las comisionistas de bolsa se encuentran sujetas a tres tipos de obligaciones: obligaciones frente a los emisores, los inversionistas y el mercado.

Las obligaciones frente a emisores son:

- i) Informarse sobre las necesidades del emisor e informarle a éste las características de los servicios que le ofrece.
- ii) Mantener un contacto permanente con el emisor.
- iii) Guardar reserva respecto a la información confidencial del emisor a la que tenga acceso, entendiendo por información confidencial aquella que no está a disposición del público y que el emisor no está obligado a revelar.
- iv) Abstenerse de utilizar información privilegiada en su propio beneficio o en el de terceros.
- v) Informar al emisor todo conflicto de interés con el emisor o entre la comisionista de bolsa y otros inversionistas, absteniéndose de actuar cuando sea necesario.

Las obligaciones frente a los inversionistas son:

- i) Prestar la asesoría necesaria para la ejecución del encargo.
- ii) Informar al cliente acerca de cualquier circunstancia sobreviniente que pueda modificar sus decisiones de inversión, así como cualquier situación de conflicto de interés, absteniéndose de actuar, cuando a ello haya lugar.

Las obligaciones frente al mercado son:

- i) Abstenerse de realizar cualquier operación que no sea representativa del mercado. Las prácticas no representativas del mercado consisten en todas aquellas en las cuales (i) la operación no es consecuencia del libre juego de la oferta y la demanda en el momento de su realización; (ii) la finalidad real de las operaciones es divergente a la expresada; (iii) existe ausencia de intención real de transferir propiedad; (iv) se desconocen los principios del mercado de valores: transparencia, lealtad y adecuación de la ley, o (v) son realizadas por debajo de los rangos mínimos establecidos por la bolsa.
- ii) Conducir con lealtad sus negocios, procurando la satisfacción de los intereses de seguridad, honorabilidad y diligencia.
- iii) Informar al cliente, y al mercado en general, el interés en la colocación de los valores, en cuanto el comisionista actúe en varias calidades (por ejemplo como asesor y como colocador).
- K. Actuar como intermediarios del mercado cambiario.

Según se describe en detalle en el capítulo sobre inversión extranjera, el mercado cambiario está constituido por las divisas que deben negociarse obligatoriamente por conducto de intermediarios autorizados para tal fin o a través de cuentas de compensación (cuentas corrientes constituidas en el exterior registradas como cuentas de compensación ante el Banco de la República). Igualmente hacen parte del mercado cambiario las divisas que, a pesar de estar exentas de esa obligación, se canalizan voluntariamente mediante estos mecanismos.

Para que las comisionistas de bolsa puedan actuar como intermediarios del mercado cambiario, deben cumplir con las siguientes condiciones:

- i) Designar un representante legal para la realización de las operaciones.
- ii) Acreditar que cuenta con los medios necesarios para disponer y remitir de manera oportuna y adecuada la información exigida por el Banco de la República y demás entes de control.
- iii) Adoptar un código de conducta, el cual debe ser aprobado por la junta directiva de la comisionista de bolsa.
- iv) Suscribir un convenio con la BVC, conforme al cual la comisionista de bolsa se somete a los reglamentos de dichas bolsas para las transacciones con divisas.
- v) Adoptar normas para solucionar conflictos de interés y evitar el uso indebido de información privilegiada.

- vi) Informar a la BVC y a la Superintendencia Financiera sobre la intención de la comisionista de actuar como intermediario del mercado cambiario.

Una vez autorizadas para actuar como intermediarios del mercado cambiario, las comisionistas de bolsa pueden realizar las siguientes actividades:

- i) Envío o recepción de giros en moneda extranjera correspondientes a importaciones, exportaciones, inversión extranjera e inversión colombiana en el exterior, así como divisas que no sean obligatoriamente canalizables a través del mercado cambiario.
- ii) Compra y venta de divisas y de títulos representativos de divisas que correspondan a operaciones de importación y de exportación, de inversiones de capital del exterior y de inversiones colombianas en el exterior. Estas operaciones pueden hacerse en posición propia o por encargo de inversionistas.
- iii) Manejo y administración de sistemas de tarjetas de crédito y débito internacionales. Las tarjetas de crédito y débito internacionales consisten en medios de pago de bajo valor que permiten realizar transacciones sobre artículos en moneda distinta de la del país de origen.
- iv) Compra y venta de divisas a los intermediarios del mercado cambiario y de saldos de cuentas corrientes de compensación, así como compra y venta de divisas o de títulos representativos de divisas que correspondan a operaciones del mercado libre.

- v) Realizar inversiones de capital en el exterior y efectuar inversiones financieras temporales y en activos financieros emitidos por entidades bancarias del exterior distintas de sus filiales y subsidiarias, o en bonos y valores emitidos por gobiernos extranjeros, de forma tal que se obtenga rentabilidad de su liquidez en moneda extranjera.
- vi) Ofrecimiento de derivados financieros sobre tasa de cambio mediante contratos estandarizados transados por bolsa.
- vii) Distribución y venta de tarjetas débito prepago e instrumentos similares emitidos por las entidades financieras del exterior que autorice el Banco de la República, para lo cual deben suscribir un contrato para la prestación de servicios con la respectiva entidad financiera del exterior y remitir la información de las operaciones al Banco de la República.

4.2.2.1.2. Regímenes de autorización.

Las actividades señaladas pueden ser desarrolladas en virtud de dos regímenes de autorización: el régimen de autorización general y el régimen de autorización individual.

i) Régimen de autorización general.

En el régimen general, las comisionistas de bolsa están facultadas para desarrollar la totalidad de operaciones autorizadas en la ley sin necesidad de

autorización previa por parte de la Superintendencia Financiera para cada operación. Para estar en este régimen, la comisionista de bolsa debe cumplir con las siguientes condiciones, establecidas en la Resolución 1200 de 1995:

- Que se cuente con el capital mínimo para adelantar la respectiva operación.
- Que dentro de su objeto social se encuentren expresamente las operaciones correspondientes.
- Que esté al día en la presentación de sus estados financieros e información de carácter general y periódica que deba remitir a la Superintendencia Financiera.
- Que tenga dispuesta una estructura administrativa y financiera que le permita adelantar las operaciones.
- Que cuente con un manual de procedimiento en el que se especifiquen las funciones del área encargada de la gestión o de las operaciones correspondientes.

ii) Régimen de autorización individual.

En el régimen de autorización individual, el desarrollo de operaciones en el mercado cambiario requiere autorización previa y particular por parte de la Superintendencia Financiera. Este régimen se aplica cuando una comisionista de bolsa no cumple con alguno de los requisitos mencionados para encontrarse dentro del régimen de autorización general, o bien cuando presta asesoría en asuntos que no se encuentren expresamente autorizados por la ley.

En caso de operaciones por cuenta propia, si se incumple uno de los requisitos para operar en el régimen de autorización general, la comisionista de bolsa no puede continuar realizando este tipo de operaciones y debe liquidar sus inversiones.

En el caso de administración de valores de terceros, la comisionista de bolsa no puede administrar ningún valor adicional, además de lo cual la Superintendencia Financiera puede ordenar la suspensión y conclusión de dichas actividades.

4.2.2.1.3. Reglas de conducta de las comisionistas de bolsa.

Las comisionistas de bolsa están sujetas a las siguientes reglas generales de conducta (sin perjuicio de las reglas específicas de conducta en relación con operaciones por cuenta propia, administración de carteras colectivas y portafolios de terceros, y asesoría en el mercado de valores).

- i) Guardar reserva de la información de carácter confidencial que conozcan en desarrollo de su actividad.
- ii) Obtener, en cada caso, autorización expresa y escrita del inversionista para ejecutar órdenes sobre valores emitidos por empresas a las que esté prestando asesoría en el mercado de valores, excepto cuando dicha asesoría se derive de un contrato de comisión.

- iii) Informar a los inversionistas si una orden se refiere a valores emitidos, avalados, aceptados o cuya emisión sea administrada por la matriz, por sus filiales o subsidiarias de la comisionista.

- iv) Abstenerse de incurrir en las siguientes conductas:

- Hacer uso indebido de información privilegiada mediante operaciones, suministro de información a terceros o aconsejando la compra o venta de un valor.
- Ejecutar órdenes desconociendo la prelación en su registro en el sistema de registro que llevan las comisionistas.
- Preparar, asesorar o ejecutar órdenes que, según un criterio profesional y de acuerdo con la situación del mercado, tengan la capacidad de generar un riesgo de pérdida anormal para el inversionista, a menos que, en cada caso, éste otorgue por escrito autorización expresa y asuma el respectivo riesgo.

4.2.2.2. Comisionistas independientes.

La Ley 27 de 1990 reguló las comisionistas independientes, definiéndolas como “sociedades que habitualmente y sin ser miembros de una bolsa de valores, se ocupan de la compra y venta de valores en nombre propio y por cuenta ajena”.

De esta manera, las comisionistas independientes tienen el mismo objeto de las comisionistas de bolsa y se encuentran sujetas a las mismas normas y controles. La diferencia consiste en que las comisionistas independientes no son miembros de la BVC y en esta medida no están autorizadas para negociar valores inscritos en ésta.

4.2.2.3. Establecimientos de crédito.

Además de las comisionistas independientes de valores, los establecimientos de crédito tienen la facultad de actuar como intermediarios en el mercado de valores extrabursátil.

De acuerdo con lo anterior, las siguientes entidades están habilitadas para actuar como intermediarios de valores en el mercado mostrador:

A. Establecimientos bancarios.

En Colombia, los establecimientos bancarios autorizados por la Superintendencia Financiera para operar, son los relacionados en la siguiente tabla:

Tabla 11. Establecimientos bancarios autorizados para operar a junio de 2008.	
Establecimientos bancarios	ABN Amro Bank (Colombia) S.A. -ABN Amro Bank-
	Banco de Occidente
	Banco Agrario de Colombia S.A. -Banagrario-
	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Colombia S.A.
	Banco Colpatría Red Multibanca Colpatría S.A.
	Banco Comercial AV Villas S.A.
	Banco Davivienda S.A.
	Banco de Bogotá
	Banco de Colombia
	Banco de Crédito de Colombia S.A. Helm Financial Services
	Banco GNB Sudameris S.A.
	Banco Popular S.A.
	Banco ProCredit Colombia S.A.
	The Royal Bank of Scotland. RBS

Los establecimientos bancarios están autorizados para realizar las siguientes actividades de intermediación en el mercado de valores:

- i) Realizar operaciones de intermediación de valores, las cuales incluyen descontar y negociar pagarés, letras de cambio y otros valores de deuda, así como comprar y vender letras de cambio y monedas.
- ii) Realizar por cuenta propia cotizaciones en firme de compra y venta de valores de deuda pública de la Nación.
- iii) Colocar:
 - Valores de deuda pública de la Nación (y, en general, obligaciones que devenguen intereses, emitidas por el Gobierno Nacional).
 - Obligaciones que devenguen intereses, emitidas por los departamentos o por los mu-

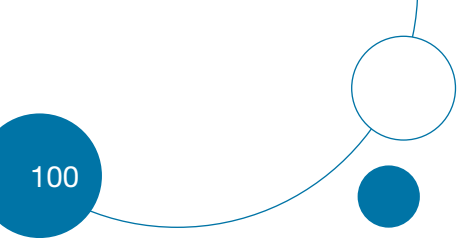
nicipios, excepto cuando los intereses y amortización de estas obligaciones estén atrasados.

- Obligaciones que devenguen intereses emitidas por gobiernos extranjeros, o por industrias, sin que el correspondiente establecimiento bancario pueda invertir en más del 10% de su capital pagado y reservas en bonos de cualquier gobierno o compañía, excepción hecha del Gobierno Nacional.
- Cédulas hipotecarias que devenguen intereses, emitidas por bancos hipotecarios que desarrollen su objeto social en Colombia y que no estén en mora de pagar capital e intereses, durante diez años anteriores a la fecha en que se haga la compra. El monto total invertido en cédulas no puede exceder del 30% del capital y reservas del banco que haga la inversión.

B. Corporaciones financieras.

Las Corporaciones Financieras autorizadas para operar en Colombia son las relacionadas en la tabla a continuación.

Tabla 12. Corporaciones Financieras y Compañías de Financiamiento Comercial autorizadas para operar a junio de 2008.	
Corporaciones Financieras	Banca de Inversión Bancolombia S.A.
	Corficolombiana S.A.
	JP Morgan Corporación Financiera S.A.



Dentro de su objeto general, las Corporaciones Financieras están habilitadas para realizar actividades de intermediación en el mercado de valores tanto por cuenta propia como por cuenta de terceros.

En particular, pueden realizar las siguientes actividades:

- i) Suscribir y adquirir acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones, ya sea en el mer-

cado primario o secundario.

- ii) Colocar, mediante comisión, acciones, bonos y otras obligaciones en el mercado primario o secundario. Dichas colocaciones pueden ser realizadas garantizando o no la colocación total o parcial de dichos valores.
- iii) Tomar la totalidad o una parte de la emisión para colocarla por su cuenta y riesgo.

C. Compañías de financiamiento comercial

Las Compañías de Financiamiento Comercial autorizadas para operar en Colombia son las siguientes:

Tabla 13. Compañías de Financiamiento Comercial autorizadas para operar a junio de 2008.	
Compañías de Financiamiento Comercial	BBVA Leasing S.A.
	CIT CAPITAL Compañía de financiamiento comercial S.A. CFC
	CMR Falabella S.A. CFC
	Coltefinanciera S.A. CFC
	Compartir S.A. CFC
	Confinanciera CFC
	Dann Regional S.A. CFC
	Factoring Bancolombia S.A. CFC
	Finamérica CFC
	Financiera Internacional S.A. CFC
	Finandina CFC
	G.M.A.C. CFC
	Giros & Finanzas CFC S.A.
	Inversora Pichincha S.A. CFC
	Leasing Bancoldex S.A. CFC
	Leasing Bancolombia S.A.
	Leasing Bogotá S.A. CFC
	Leasing Bolívar S.A. CFC
	Leasing Corficolombiana S.A. CFC
	Leasing de Crédito S.A. CFC
	Leasing de Occidente S.A. CFC
	Leasing Popular CFC
	Macrofinanciera S.A. CFC
	Prisa –En Liquidación-
	Serfinansa CFC
	Sufinanciamiento S.A. CFC
Fuente: Superintendencia Financiera.	

Las Compañías de Financiamiento Comercial pueden desarrollar las siguientes actividades de intermediación de valores:

- i) Negociar en el mercado mostrador acciones o bonos emitidos por terceros.
- ii) Comprar o vender valores representativos de obligaciones emitidas por entidades de derecho público de cualquier orden.
- iii) Colocar, mediante comisión, obligaciones y acciones emitidas por terceros en las modalidades que autorice el Gobierno Nacional.

4.2.2.4. Sociedades fiduciarias.

Las sociedades fiduciarias están autorizadas para realizar operaciones de compra y venta de valores en desarrollo de contratos de fiducia mercantil o encargo fiduciario de inversión.

La compra y venta de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores en desarrollo de contratos de fiducia mercantil o encargo fiduciario solamente puede ser ejecutada por las sociedades fiduciarias autorizadas por la Superintendencia Financiera, sin perjuicio de las demás entidades que expresamente autorice la ley para actuar como fiduciario mercantil.

Si bien tanto los contratos de fiducia mercantil como los encargos fiduciarios tienen por objeto la administración de activos del fideicomitente, ambas operaciones se diferencian por las siguientes características:

- i) En la fiducia mercantil hay transferencia de bienes del fideicomitente al fiduciario, en tanto que en el encargo fiduciario no se presenta esta transferencia.
- ii) Como consecuencia de lo anterior, en la fiducia mercantil se constituye un patrimonio autónomo administrado por el fideicomitente con los bienes fideicomitados. Por el contrario, en el encargo fiduciario no se constituye un patrimonio autónomo con los bienes entregados al fiduciario.

Las sociedades fiduciarias autorizadas para operar en Colombia a junio de 2008 son las relacionadas en la siguiente tabla:

Tabla 14. Sociedades Fiduciarias autorizadas para operar a junio de 2008.

Acción Fiduciaria	Fiduciaria Davivienda S.A.
BBVA Fiduciaria S.A.	Fiduciaria Popular S.A.
Fiduagraria	Fiducolmena
Fiducafé S.A.	Fiducor S.A.
Fiducentral S.A.	Fiduoccidente S.A.
Fiduciaria Alianza S.A.	Fiduprevisora S.A.
Fiduciaria Banistmo S.A.	Fiduskandia S.A.
Fiduciaria Bogotá S.A.	Helm Trust S.A.
Fiduciaria Colpatria S.A.	Santander Investment S.A.
Fiduciaria Corficolombiana S.A.	Fiduciaria Davivienda S.A.
Fuente: Superintendencia Financiera.	

4.2.2.5. Sociedades administradoras de carteras colectivas.

Según se señaló al hacerse referencia a las operaciones autorizadas de las comisionistas de bolsa, las carteras colectivas pueden entenderse como intermediarios o como inversionistas, por lo cual el capítulo de inversionistas se refiere de manera general a dichas entidades.

4.3. Inversionistas.

Los inversionistas son las personas que adquieren valores en el mercado de valores en la calidad de últimos beneficiarios. Los inversionistas pueden ser de dos clases: inversionistas profesionales e inversionistas no profesionales o inversionistas-clientes.

i) Inversionistas profesionales.

Los inversionistas profesionales son aquellos respecto a los cuales se considera que cuentan con la experiencia y conocimientos necesarios para comprender, evaluar y gestionar los riesgos inherentes a cualquier decisión de inversión. En concreto, se entiende que un inversionista es profesional si, al momento de su clasificación, cuenta con un patrimonio igual o superior a diez mil (10.000) salarios mínimos legales vigentes y al menos una de las siguientes condiciones:

- Ser titular de un portafolio de inversión de valores igual o superior a cinco mil (5.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes. Para efectos de determinar el valor de este portafolio, sólo se tienen en cuenta los valores que estén a nombre del cliente en un depósito de valores autorizado por la Superintendencia Financiera.

- Haber realizado, directa o indirectamente, quince (15) o más operaciones de enajenación o de adquisición, durante un período de sesenta (60) días calendario, en un tiempo que no supere los dos años anteriores al momento en que se vaya a realizar la clasificación del cliente. El valor conjunto de estas operaciones debe ser igual o superior al equivalente a treinta y cinco mil (35.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes (aproximadamente COP16.152.500.000 en 2008).

Para efectos de determinar el período de sesenta (60) días mencionado, se tiene como fecha inicial la que corresponda a cualquiera de las operaciones de adquisición o enajenación de valores realizadas.

Además de los anteriores criterios generales, se consideran inversionistas profesionales los siguientes:

- Las personas que tengan vigente la certificación de profesional del mercado como operador, otorgada por un organismo autorregulador del mercado de valores.
- Los organismos financieros extranjeros y multilaterales.
- Las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera.

ii) Inversionistas clientes.

Los inversionistas no profesionales o inversionistas-clientes son un concepto residual, en la medida en que comprenden todos aquellos inversionistas que no tengan la calidad de inversionista profesional de acuerdo con los criterios mencionados.

Teniendo en cuenta las anteriores categorías, los intermediarios de valores tienen la obligación de clasificar a sus clientes en alguna de las mismas, así como informarles la categoría a la cual pertenecen y el régimen de protección que les aplica.

Sin embargo, al momento de clasificar a un inversionista como inversionista profesional, los intermediarios de valores deben informarle que tienen derecho a solicitar el tratamiento de cliente inversionista, de manera general o de manera particular respecto a un tipo de operaciones. En caso de intentarse un cambio de categoría, dicho cambio debe constar por escrito.

A continuación se describen los principales aspectos de ciertos inversionistas institucionales especialmente regulados por la legislación de valores, los cuales comprenden: (i) carteras colectivas, (ii) fondos de pensiones y cesantías, (iii) fondos mutuos de inversión, y (iv) fondos de inversión de capital extranjero.

4.3.1. Carteras colectivas.

Las carteras colectivas, reguladas por el decreto 2175 de 2007, son vehículos de captación o administración de sumas de dinero u otros activos, integrados con el aporte de un número plural de personas determinables una vez el vehículo se ha constituido, en donde los recursos son gestionados de manera colectiva para obtener resultados económicos igualmente colectivos. Respecto a las carteras colectivas, en esta sección se describen los tipos de carteras previstas en el Decreto 2175 de 2007, así como su régimen de inversiones.

4.3.1.1. Tipos de carteras colectivas.

Las carteras colectivas pueden ser de tres categorías generales, además de lo cual el Decreto 2175 de 2007 regula seis tipos de carteras colectivas especiales:

4.3.1.1.1. Tipos generales de carteras colectivas.

i) Carteras colectivas abiertas.

Las carteras colectivas abiertas son aquellas que se caracterizan porque las participaciones en las mismas pueden ser redimidas en cualquier momento. No obstante, en el reglamento de dichas carteras colectivas pueden acordarse pactos de permanencia mínima para la redención de las participaciones de los inversionistas, caso en el cual debe establecerse el cobro de penalidades por redenciones anticipadas.

ii) Carteras colectivas cerradas.

Son aquellas que se caracterizan porque la redención de las participaciones sólo se puede realizar al final del plazo previsto para la duración de la cartera colectiva, sin perjuicio de las posibilidades particulares previstas para que opere una redención parcial y anticipada.

Estas carteras colectivas sólo pueden recibir suscripciones durante el término señalado para el efecto en el reglamento, no obstante lo cual pueden recibir nuevas suscripciones de forma extraordinaria, con posterioridad al plazo inicial fijado, en las condiciones y durante los plazos adicionales que se definan en el reglamento.

iii) Carteras colectivas escalonadas.

Son aquellas que se caracterizan porque la redención de las participaciones sólo se puede hacer una vez trans-

curran los plazos que para el efecto se hayan determinado previamente en el reglamento. El plazo mínimo de redención de las participaciones en la cartera colectiva no puede ser inferior a treinta (30) días comunes.

4.3.1.1.2. Tipos especiales de carteras colectivas.

Dependiendo del tipo y proporción de los activos que constituyan el portafolio de la cartera colectiva, la cartera colectiva puede adoptar una de las modalidades especiales previstas en el Decreto 2175 de 2007, las cuales comprenden las siguientes:

i) Carteras colectivas del mercado monetario.

Estas carteras colectivas son aquellas cuyo portafolio está constituido exclusivamente por valores de contenido crediticio, denominados en moneda nacional o unidades representativas de moneda nacional, inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, calificados por una sociedad calificadoras con mínimo grado de inversión, salvo los títulos de deuda pública emitidos o garantizados por la Nación, por el Banco de la República o por el Fogafín, los cuales no requieren calificación.

Además, el plazo promedio ponderado para el vencimiento de los valores en que invierta la cartera colectiva, no puede superar los trescientos sesenta y cinco (365) días, salvo previsión expresa en contrario.

ii) Carteras colectivas inmobiliarias.

Las carteras colectivas inmobiliarias son carteras colectivas abiertas, cerradas o escalonadas cuya política de

inversión disponga una concentración mínima del 60% de los activos de la cartera en los siguientes activos:

- Bienes inmuebles ubicados en Colombia o en el exterior.
- Valores emitidos en desarrollo de procesos de titularización hipotecaria o inmobiliaria, así como derechos fiduciarios de patrimonios autónomos conformados por bienes inmuebles.
- Participaciones en carteras colectivas inmobiliarias del exterior que tengan características similares a la descripción de las carteras colectivas inmobiliarias establecidas en el Decreto 2175 de 2007.

Además de lo anterior, las carteras colectivas inmobiliarias se sujetan a las siguientes reglas:

- En el reglamento deben señalarse las reglas que determinan la diversificación por tipo de activo y por inmueble.
- Tienen la facultad de realizar depósitos en cuentas corrientes o de ahorros e invertir en carteras colectivas abiertas y valores de contenido crediticio inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, con el fin de atender sus requerimientos de liquidez, de acuerdo con los límites que se establezcan en el reglamento.
- Las sociedades administradoras tienen la facultad de suscribir contratos de promesa de compraventa y opción, con el fin de asegurar la compra de inmuebles para la cartera que administran. En estos casos, el plazo máximo para celebrar el contrato prometido o ejercer la opción es de dos (2) años. Adicionalmente, dichos contratos son tenidos en cuenta para calcular la concentración mínima del 60% anteriormente mencionada.

- Las carteras colectivas inmobiliarias están autorizadas para obtener créditos para la adquisición de bienes inmuebles, hasta por un monto equivalente a dos (2) veces el valor de su patrimonio.

iii) Carteras colectivas de margen.

Son carteras colectivas abiertas, constituidas con el objeto principal de realizar cuentas de margen, para lo cual deben seguir los siguientes criterios:

- Consagrar de forma expresa en el reglamento y en el prospecto la autorización dada a la sociedad administradora para realizar dichas operaciones.
- Mantener recursos disponibles para atender integralmente los llamados al margen.
- Revelar los riesgos inherentes a la cartera colectiva y a las cuentas de margen, señalando expresamente la denominación "Cartera Colectiva de Margen" y la advertencia en cuanto a que las cuentas de margen son operaciones de naturaleza especulativa, sujetas a riesgos de mercado, de crédito y de liquidez, que pueden conllevar a la pérdida completa de los recursos aportados a la cartera colectiva. Igualmente, se debe advertir que los dineros entregados a la cartera colectiva no son depósitos ni generan para la sociedad autorizada las obligaciones propias de una institución de depósito.

Además de lo anterior, la sociedad administradora debe adoptar todas las medidas adicionales que considere relevantes para asegurarse de que los inversionistas comprenden la naturaleza del riesgo que se asume.

- La sociedad administradora puede ser el operador de las cuentas de margen que adelante la cartera colectiva, si su régimen legal se lo permite, o de lo contrario, debe contratar una sociedad autorizada para este fin.
- Respecto a las cuentas de margen, no aplican las limitaciones previstas en el artículo 26 del Decreto 2175 de 2007 con relación a operaciones de reporto, simultáneas y de transferencia temporal de valores.

iv) Carteras colectivas de especulación.

Son aquellas que tienen por objeto realizar principalmente operaciones de naturaleza especulativa, incluyendo la posibilidad de realizar operaciones por montos superiores a los aportados por los inversionistas. Dichas carteras están sujetas a los siguientes criterios:

- Dentro de los activos de naturaleza especulativa que pueden constituir el portafolio, el Decreto 2175 de 2007 incluye expresamente las operaciones de reporto, simultáneas y de transferencia temporal de valores, independientemente de su finalidad, hasta por el ciento por ciento (100%) del patrimonio de la cartera colectiva, y las operaciones de derivados con fines especulativos.
- Las carteras colectivas pueden realizar operaciones de endeudamiento, siempre y cuando las condiciones para la realización de dichas operaciones se definan en el reglamento.

- Las carteras colectivas de especulación deben revelar los riesgos inherentes a la cartera colectiva y a las operaciones especulativas, señalando de manera expresa la denominación “Cartera Colectiva de Especulación”, así como advertencia en cuanto a que éstas están constituidas por operaciones de naturaleza especulativa, sujetas a riesgos de mercado, de crédito y de liquidez, que pueden conllevar a la pérdida completa de los recursos aportados a la cartera colectiva. Así mismo, debe advertirse que los dineros entregados por la cartera colectiva no son depósitos, ni generan para la sociedad autorizada las obligaciones propias de una institución de depósito.

Aparte de lo anterior, la sociedad administradora debe adoptar todas las medidas adicionales que considere relevantes para asegurarse de que los inversionistas comprenden la naturaleza del riesgo que se asume.

v) Carteras colectivas bursátiles.

Son aquellas carteras colectivas cuyo portafolio está compuesto por alguno o la totalidad de los valores que componen un índice nacional o internacional, y cuyo objeto sea replicar dicho índice.

Para este fin, el reglamento de la cartera debe establecer una equivalencia entre el número determinado de participaciones y una canasta compuesta por una cantidad entera de cada uno de los valores que conforman el portafolio. El número de participaciones así calculado se denomina unidad de creación.

En las carteras colectivas bursátiles, los inversionistas no tienen la facultad de redimir sus participaciones en dinero, no obstante tienen la facultad de negociar dichas participaciones en el mercado secundario, de modo tal que cuando acumulen un número de participaciones equivalente a una unidad de creación, pueden solicitar al administrador su redención mediante la entrega de los valores subyacentes.

vi) Fondos de capital privado.

Los fondos de capital privado son carteras colectivas cerradas que destinan por lo menos dos terceras partes (2/3) 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.

En términos de estructura, los fondos de capital privado se diferencian de las demás carteras colectivas especialmente en que para dichos fondos el Decreto 2175 de 2007 prevé 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 por objeto ejercer la veeduría permanente sobre el cumplimiento de las funciones de la sociedad administradora y del gestor profesional.

A continuación se resume la naturaleza de cada una de estas carteras colectivas especiales, en función de si son abiertas, cerradas o escalonadas:

Tabla 15. Tipos de carteras especiales de acuerdo con las clasificaciones generales de carteras colectivas.

Tipos de carteras	Tipos generales		
	Abiertas	Cerradas	Escalonadas
Generales	X	X	X
Del mercado monetario	X		
Bursátiles	X	X	
De especulación	X	X	X
De margen	X		
Inmobiliarias		X	X
Fondos de capital privado		X	
Fuente: Superintendencia Financiera.			

4.3.1.2. Órganos de las carteras colectivas.

Las carteras colectivas están compuestas por los siguientes órganos:

i) Asamblea de Inversionistas.

La Asamblea de Inversionistas es el máximo órgano de dirección de la cartera colectiva, la cual está constituida por la reunión de los respectivos inversionistas con el quórum válido para deliberar.

Este quórum es equivalente a por lo menos el setenta por ciento (70%) de las participaciones de la respectiva cartera colectiva. Salvo que el reglamento de la cartera colectiva prevea una mayoría inferior, las decisiones de la asamblea se toman por el voto favorable de por lo menos la mitad más una de las participaciones presentes en la respectiva reunión.

No obstante, el Decreto 2175 de 2007 prevé la *consulta universal* como alternativa a la realización

de asambleas de inversionistas, la cual consiste en una consulta escrita a todos los inversionistas de la respectiva cartera colectiva para la toma de determinada decisión. Esta posibilidad debe constar en el reglamento de la cartera colectiva y seguir el procedimiento previsto en el Decreto 2175 de 2007 para la realización de la misma.

La asamblea de inversionistas debe reunirse cuando sea convocada por la sociedad administradora, por el revisor fiscal, por inversionistas de la cartera que representen por lo menos el veinticinco por ciento (25%) de las participaciones, por la Superintendencia Financiera o, cuando exista, por el gestor profesional.

Además de las funciones especiales que prevea el reglamento de la cartera colectiva, a la asamblea de inversionistas le corresponden las siguientes funciones:

Tabla 16. Funciones de la asamblea de inversionistas.

Nombramientos.	Designar un auditor externo para la cartera colectiva, cuando lo considere pertinente.
	Elegir a los miembros del comité de vigilancia.
Administración.	Decidir el traslado de la administración de la cartera colectiva a otra sociedad administradora, si lo considera pertinente.
	Aprobar las cuentas de la sociedad administradora y, cuando haya lugar a ello, del gestor profesional.
Fusión de la cartera colectiva.	Aprobar o improbar el proyecto de fusión de la cartera colectiva.
Liquidación de la cartera colectiva.	Decretar la liquidación de la cartera colectiva, cuando se dé un supuesto de liquidación.
	Designar al liquidador.

ii) Sociedad administradora.

La sociedad administradora de las carteras colectivas es la entidad encargada de administrar en general la cartera colectiva.

La sociedad administradora adquiere obligaciones de medio y no de resultado en la administración de la cartera colectiva, motivo por el cual tiene la obligación de abstenerse de garantizar una tasa fija para las participaciones constituidas o rendimientos por valorización de los activos que integran la cartera.

En desarrollo de sus funciones administrativas, las sociedades administradoras de carteras colectivas tienen a su cargo las siguientes funciones:



Tabla 17. Funciones de la sociedad administradora de carteras colectivas.

Funciones de inversión.	Invertir los recursos de la cartera de acuerdo con la política de inversión prevista en el reglamento.
	Supervisar permanentemente el cumplimiento de la política de inversión.
	Ejercer los derechos económicos y políticos que se deriven de los activos administrados por la cartera.
Custodia de valores.	Entregar en custodia los valores que integran la cartera colectiva a una sociedad fiduciaria o a un depósito centralizado de valores.
Valoración, gestión de riesgos y contabilidad.	Adoptar sistemas de identificación, medición y gestión de riesgos relacionados con la cartera.
	Valorar el portafolio de la cartera colectiva y de sus participaciones.
	Llevar por separado la contabilidad de la cartera colectiva.
Prevención de conflictos de interés y uso indebido de información privilegiada.	Adoptar las medidas necesarias para prevenir conflictos de interés y uso de información privilegiada.
	Adoptar las medidas necesarias para garantizar la independencia de funciones y del personal responsable de la administración de las carteras colectivas, así como garantizar su idoneidad profesional a través de capacitación y el cumplimiento de sus funciones.
	Limitar el acceso a la información relacionada con la cartera colectiva, siempre y cuando dicha información no sea objeto de público conocimiento.
Supervisión y control de la cartera colectiva.	Informar a la Superintendencia Financiera las situaciones que impidan el desarrollo regular y continuo de la cartera colectiva o el cumplimiento de sus funciones como administrador, o bien cuando se den causales de liquidación de la cartera colectiva.
	Presentar a las asambleas de inversionistas toda la información necesaria que permita establecer el estado de la cartera colectiva.
	Adoptar las medidas necesarias para evitar que las carteras colectivas sean utilizadas como mecanismo de lavado de activos.
	Expedir un manual de control interno, así como un código de gobierno corporativo y un código de conducta.

iii) Gerente.

Al Gerente le corresponde la gestión de las decisiones de inversión efectuadas en nombre de la cartera colectiva, en desarrollo de los cuales realiza las siguientes funciones particulares:

Tabla 18. Funciones del Gerente de la cartera colectiva

Inversión.	Ejecutar la política de inversión de la cartera colectiva.
	Ejercer los derechos derivados de las inversiones de la cartera colectiva, en coordinación con la sociedad administradora.
Seguimiento.	Supervisar que se haya efectuado el depósito de los valores que integran la cartera colectiva.
	Supervisar que la contabilidad de la cartera refleje su situación financiera.
	Supervisar que la contabilidad de la cartera se lleve de acuerdo con las normas aplicables.
	Supervisar el suministro de información que la sociedad administradora debe remitir a los inversionistas y a la Superintendencia Financiera.
	Supervisar que la sociedad administradora cuente con el personal idóneo para el cumplimiento de las obligaciones de información.
	Supervisar que las personas que cumplan funciones relacionadas con la gestión de la cartera colectiva cumplan con las directrices de la misma.
Información.	Informar a la Superintendencia Financiera los hechos que imposibiliten o dificulten el cumplimiento de sus funciones.
	Presentar a la asamblea de inversionistas la información necesaria para determinar el estado de la cartera colectiva.

iv) Otros órganos.

Además de los anteriores órganos, las carteras colectivas cuentan con los siguientes:

- i) Comité de inversiones: Tiene por objeto realizar un análisis permanente sobre las inversiones que adelante la sociedad administradora y de los emisores de los respectivos activos, así como de la definición de las políticas para adquisición y liquidación de inversiones.
- ii) Revisor fiscal: Ejerce un control contable sobre cada una de las carteras colectivas administradas por la

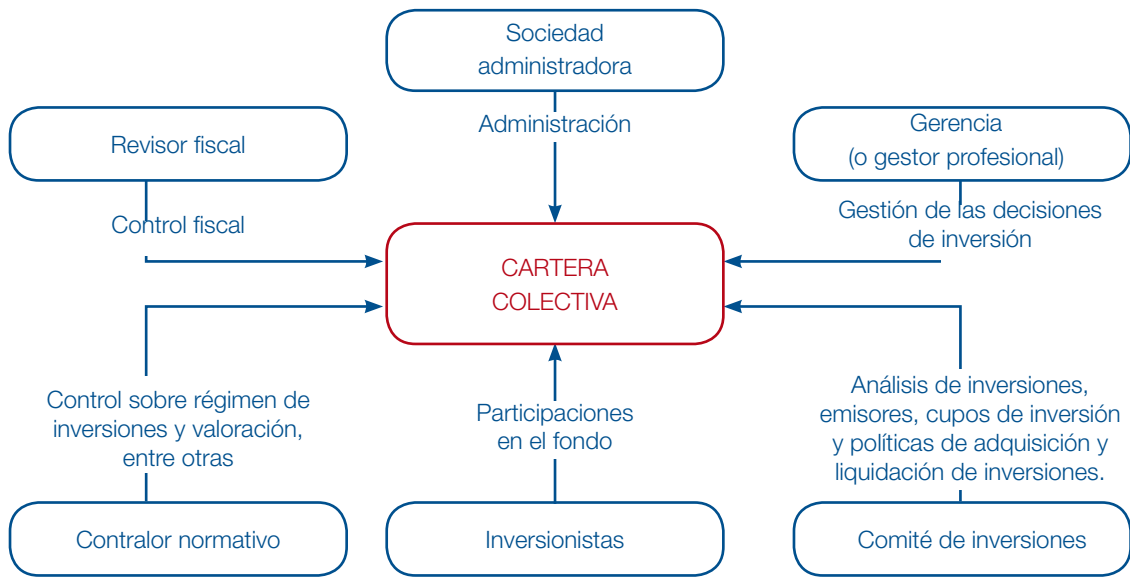
respectiva sociedad administradora, de forma tal que los informes relativos a cada cartera se deben presentar de forma independiente a los demás que se presenten respecto a esa misma cartera.

- iii) Contralor normativo: Tiene a su cargo establecer procedimientos y proponer medidas a la junta directiva, para asegurar el cumplimiento por parte de la respectiva sociedad de la legislación vigente en materia de gobierno corporativo, prevenir conflictos de interés, garantizar la exactitud y transparencia en la revelación de información financiera, y evitar el uso indebido de información privilegiada.

de los fondos de capital privado, el cual se encarga de ejercer la veeduría permanente sobre el cumplimiento de las funciones asignadas a la sociedad administradora y, de ser el caso, al gestor profesional.

- iv) Comité de vigilancia: Según se mencionó anteriormente, el comité de vigilancia es un órgano especial
- Teniendo en cuenta lo anterior, las carteras colectivas tienen la siguiente estructura básica:

Gráfica 15. Estructura de las carteras colectivas.



4.3.1.3. Régimen de inversiones.

Las políticas de inversión de las carteras colectivas deben estar definidas de manera previa en el reglamento de la cartera y en el prospecto, a través del cual la misma es ofrecida a los inversionistas. Sin embargo, en general, y sin perjuicio de las características especiales del portafolio de inversión que tienen las carteras colectivas de carácter especial previstas en el Decreto 2175 de 2007, las carteras colectivas están autorizadas para invertir en los siguientes activos:

- i) Valores, inscritos o no en el Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE.

- ii) Títulos valores.
- iii) Participaciones en fondos de inversión extranjeros o fondos que emulen índices nacionales o extranjeros.
- iv) Documentos representativos de participaciones en otras carteras colectivas nacionales.
- v) Divisas, con las limitaciones establecidas en el régimen cambiario, en cuanto al pago de la redención de participaciones.
- vi) Inmuebles.

4.3.2. Fondos de Pensiones y Cesantías.

Los Fondos de Pensiones y Cesantías son carteras colectivas conformadas a partir del recaudo de pensiones y cesantías de sus aportantes, las cuales invierten de

manera profesional tales recursos en valores de renta fija y variable con el fin de garantizar una rentabilidad mínima a los aportantes. Los fondos de pensiones y cesantías autorizados para operar en Colombia son los siguientes:

Tabla 19. Fondos de Pensiones y Cesantías autorizados en Colombia a junio de 2008.

Fondos de Pensiones y Cesantías.	Protección
	Pensiones Porvenir
	BBVA Horizonte
	Pensiones Santander
	Skandia Pensiones
	Citi Colfondos
	ING



La rentabilidad mínima que los Fondos de Pensiones y Cesantías deben garantizar a sus aportantes es el valor mínimo entre los numerales i) e ii) que se mencionan a continuación:

- i) El promedio simple de los montos A y B ("Monto A" y "Monto B", respectivamente), según se definen más adelante, menos:
 - 30%, en caso de los Fondos de Pensiones.
 - 25%, en caso de los Fondos de Cesantías.
- ii) El promedio simple de los Montos A y B, menos:
 - Doscientos sesenta puntos básicos (260 pb), tratándose de los Fondos de Pensiones.
 - Doscientos veinte puntos básicos (220 pb.), en el caso de los Fondos de Cesantías.

Monto A:

El promedio ponderado de las rentabilidades acumuladas efectivas anuales durante el período de cálculo correspondiente. Este valor se obtiene del promedio de los saldos diarios de cada fondo dentro del promedio de los saldos diarios de los Fondos de Pensiones y Cesantías existentes.

La participación que se calcula de esta forma no puede superar el 20%. Por lo tanto, las participaciones de los fondos que superen el veinte por ciento (20%) son distribuidas proporcionalmente entre los demás fondos hasta agotar los excesos. Si

como resultado de la aplicación de este procedimiento, la participación de otros fondos resultara superior al veinte por ciento (20%), se debe repetir este procedimiento.

Monto B:

El promedio ponderado de:

- La variación porcentual efectiva anual en el período de cálculo correspondiente del IGBC, ponderado por el porcentaje del portafolio de los fondos invertido en acciones de emisores nacionales y en fondos de inversión en la proporción invertida en acciones.
- La variación porcentual efectiva anual durante el período de cálculo correspondiente del índice representativo del mercado accionario del exterior que indique la Superintendencia Financiera, ponderado por el porcentaje del portafolio de los fondos invertido en acciones de emisores extranjeros y en fondos de inversión internacionales en la proporción invertida en acciones.
- La rentabilidad acumulada efectiva anual arrojada en el período de cálculo correspondiente por un portafolio de referencia valorado a precios de mercado, ponderado por el porcentaje invertido en las demás inversiones admisibles.

Los activos en los cuales pueden invertir los Fondos de Pensiones Voluntarias, Fondos de Pensiones Obligatorias y Fondos de Cesantías, así como los límites de inversión en dichos activos, se describen en la tabla a continuación, dada su similitud.

Tabla 20. Régimen de inversiones admisibles de los Fondos de Pensiones y Cesantías.

Tipo de activo	Fondos de Pensiones Voluntarias	Fondos de Pensiones Obligatorias	Fondos de Cesantías
Bonos ordinarios.	X	X	X
Bonos y títulos hipotecarios.		X	X.
Papeles comerciales inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores.	X		
Valores emitidos en desarrollo de procesos de titularización.	X	X	X
Activos financieros emitidos por entidades financieras del exterior.	X	X	X
Valores de deuda emitidos, avalados o garantizados por gobiernos extranjeros.	X	X	X
Valores de deuda emitidos, avalados o garantizados por bancos centrales extranjeros.	X	X	X
Valores de deuda emitidos, avalados o garantizados por organismos multilaterales de crédito.	X		
Participaciones en fondos mutuos de inversión.	X		
Participaciones en fondos de inversión internacionales.	X	Se refiere a fondos mutuos de inversión.	Se refiere a fondos mutuos de inversión.
Participaciones en fondos mutuos de inversión internacionales.	Se refiere a fondos de inversión internacionales.	X	X
Participaciones en fondos de capital privado extranjeros.	X	X	
Participaciones en fondos representativos de índices accionarios.	Se refiere a índices que se negocien en bolsa de valores.	X	X
Operaciones de reporto o repo activas y/o simultáneas activas.	X	X	X
Operaciones de transferencia temporal de valores, únicamente en calidad de “originador”.	X	X	X

Tabla 20. Régimen de inversiones admisibles de los Fondos de Pensiones y Cesantías.

Tipo de activo	Fondos de Pensiones Voluntarias	Fondos de Pensiones Obligatorias	Fondos de Cesantías
Valores de deuda pública emitidos o garantizados por la Nación.		X	X
Otros valores de deuda pública.		X	X
Valores de deuda emitidos por entidades financieras.		X	X
Títulos emitidos, avalados o garantizados por el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras, FOGAFÍN, y por el Fondo de Garantías de Entidades Cooperativas, FOGACOO.		X	X
Títulos emitidos por el Banco de la República.		X	X
Acciones con alta y mediana liquidez bursátil.		X	
Acciones con baja y mínima liquidez bursátil.		X	X
ADRs y GDRs.		X	
Depósitos a la vista en establecimientos de crédito.		X	X
Productos estructurados de capital protegido de emisores nacionales o del exterior.		X	X
Operaciones con derivados.	Únicamente con fines de cobertura.	Únicamente con fines de cobertura.	
Depósitos remunerados en el Banco de la República.		X	X
Participaciones en carteras colectivas administradas por sociedades fiduciarias.	X	X	X
Participaciones en carteras colectivas administradas por sociedades administradoras de inversión.	X	X	X
Participaciones en carteras colectivas administradas por comisionistas de bolsa que en su estructura correspondan a los extintos fondos de valores abiertos sin pacto de permanencia.	X	X	X
Participaciones en carteras colectivas administradas por comisionistas de bolsa.	X	X	X
Participaciones emitidas por fondos de capital privado.	X	X	X

Fuente: Resolución 430 de 2007 (Fondos de Pensiones Voluntarias); Circular Básica Jurídica 007 de 1996 (Fondos de Pensiones Obligatorias); Decreto 669 de 2007 (Fondos de Cesantías).

4.3.3. Fondos mutuos de inversión.

Las actividades de los fondos mutuos de inversión se encuentran expresamente previstas como actividades propias del mercado de valores en la Ley 964 (no obstante están excluidas del régimen del Decreto 2175 de 2007), y se encuentran reguladas en la Resolución 400 de 1995.

La administración de los fondos mutuos de inversión es ejercida de manera conjunta entre los trabajadores y los representantes de la empresa, y su funcionamiento general se rige por los estatutos y el reglamento administrativo aprobado por la asamblea de afiliados y la Superintendencia Financiera.

Los fondos mutuos de inversión están autorizados para invertir en los siguientes activos, con sujeción a los montos máximos previstos en dicha norma para cada una de tales inversiones:

- i) Operaciones de reporto celebradas con entidades sometidas a control y vigilancia por parte de la Superintendencia Financiera, o celebradas a través de la BVC.

Las operaciones de reporto pasivas sólo pueden llevarse a cabo para atender necesidades de liquidez originadas en retiros de sus afiliados o gastos del fondo.

Las operaciones de reporto activas sólo pueden realizarse sobre aquellos valores en los que se haya autorizado la inversión de los recursos del fondo mutuo de inversión.

- ii) Valores emitidos en desarrollo de los siguientes procesos de titularización: (i) de cartera de crédito, (ii) de inmuebles, (iii) de fondos inmobiliarios y de fondos de obras de infraestructura y servicios públicos, y (iv) de valores de deuda pública emitidos por la Nación, los departamentos, los municipios, los distritos especiales o por el Banco de la República.
- iii) Valores de deuda pública interna o externa, emitidos o garantizados por la Nación.
- iv) Valores emitidos o aceptados por instituciones financieras.
- v) Papeles comerciales.
- vi) Bonos.
- vii) Descuentos de cartera, siempre y cuando el cumplimiento de las respectivas obligaciones se encuentre garantizado por un establecimiento de crédito o una entidad aseguradora.
- viii) Participaciones en carteras colectivas.

4.3.4. Fondos de inversión de capital extranjero.

Los fondos de inversión de capital extranjero están definidos en el Decreto 2080 de 2000, el cual contiene el régimen general de inversiones de capital extranjero en Colombia. De acuerdo con el artículo 27 de dicho decreto, los fondos de inversión de capital extranjero son patrimonios organizados en Colombia o en el extranjero, con recursos aportados por una o más personas naturales o jurídicas extranjeras, con el propósito general de realizar inversiones en el mercado de valores. Toda inversión de portafolio en el mercado de valores colombiano debe ser realizada a través de este tipo de fondos.

5. Sistema Integral de Información del Mercado de Valores – SIMEV.

La administración de fondos de capital extranjero está reservada a las sociedades fiduciarias y a las comisionistas de bolsa, las cuales representan al fondo en todos los asuntos derivados de la inversión, y las cuales son las responsables por el cumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias que le sean aplicables al fondo.

Con relación a las inversiones de los fondos de inversión de capital extranjero, es necesario tener en cuenta que:

- i) Estos fondos no pueden adquirir bienes con recursos distintos de los propios, es decir, mediante endeudamiento.
- ii) El valor nominal de las inversiones de los fondos extranjeros en valores de renta fija con períodos de vencimiento inferiores a dos años no puede exceder del 20% del monto original de la respectiva emisión.
- iii) Los fondos de inversión de capital extranjero no pueden celebrar operaciones de cobertura.

El Sistema Integral de Información al Mercado de Valores (SIMEV), creado por la Ley 964 y reglamentado por el Decreto 3139 de 2007, consiste en el conjunto de recursos que utiliza la Superintendencia Financiera para permitir y facilitar el suministro de información al mercado por parte de sus participantes. A continuación se describe la composición del SIMEV, las reglas generales sobre inscripción en el SIMEV por parte de emisores de valores, y los principales aspectos relacionados con la inscripción de agentes del mercado y de profesionales del mercado.

5.1. Composición del Sistema Integral de Información al Mercado de Valores.

El SIMEV está compuesto por tres sistemas de registro:

- i) El Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE), en el cual se inscriben los valores, los emisores de los mismos y las emisiones que se realicen en el mercado.
- ii) El Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores, el cual tiene por objeto la inscripción de las entidades del mercado de valores sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera, así como las demás que determine el Gobierno Nacional, que pretendan realizar las actividades a que alude la Ley 964 como actividades propias del mercado de valores, salvo la emisión y oferta de valores.
- iii) El Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores, el cual tiene por objeto la inscripción de



5.2. Registro Nacional de Valores y Emisores.

5.2.1. Aspectos generales relacionados con la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores.

las personas naturales que desempeñen los cargos o funciones de tesorero o quien haga sus veces, las personas naturales que realicen operaciones en las mesas de dinero, las personas naturales que gestionen o administren carteras colectivas, así como las demás personas naturales que desempeñen los cargos o funciones que determine el Gobierno Nacional en las entidades que desarrollen actividades propias del mercado de valores, salvo la emisión y oferta de valores.

Para llevar a cabo una emisión de valores, el emisor debe enviar a la Superintendencia Financiera la siguiente información, junto con el formulario de inscripción establecido por la Superintendencia Financiera, sin perjuicio de los requisitos especiales para determinado valor o emisor, así como los requisitos que dicha Superintendencia considere pertinentes en cada caso particular. Esta inscripción implica autorización para la entidad que se inscribe para ofrecer públicamente los valores inscritos:

Tabla 21. Información para la inscripción de emisores en el SIMEV.	
Tipo de información	Documentos que la acreditan
Información relativa al emisor.	Certificado de existencia y representación legal del emisor.
	Cuando el emisor sea una entidad pública, copia de los conceptos y autorizaciones para dar cumplimiento a los requisitos para ejecutar contratos estatales.
	Cuando el emisor sea una entidad que se encuentre en etapa preoperativa o que tenga menos de dos años de haber iniciado operaciones, se debe acompañar a la solicitud de inscripción el estudio de factibilidad económica, financiera y de mercado.
	Estatutos sociales.
	Personas que ejercen la revisoría fiscal.
Información sobre la emisión y los valores objeto de emisión.	Dos ejemplares del prospecto de información.
	Modelo del respectivo valor.
	Cuando se trate de acciones, copia del acta de la asamblea general de accionistas donde conste la decisión de inscripción.
	Cuando se trate de valores diferentes a las acciones, reglamento de emisión y colocación, y copia del acta de la reunión del órgano competente, de acuerdo con los estatutos sociales que los aprobó.
	Cuando los valores estén denominados en moneda diferente al peso colombiano, copia de los documentos que acrediten el cumplimiento del régimen cambiario y de inversiones internacionales.
	Los documentos en que conste el otorgamiento y perfeccionamiento de las garantías especiales constituidas para respaldar la emisión, si las hay.
	Tratándose de procesos de privatización, copia del programa de enajenación y del acto mediante el cual se aprobó.
	Calificación de la emisión, cuando sea el caso.

No obstante lo anterior, existen casos especiales de inscripción en los cuales el registro de los valores no sigue el procedimiento ordinario para emisores. Estos casos son la inscripción automática y la inscripción temporal de valores.

i) Inscripción automática.

En la inscripción automática, se entienden inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, así como autorizada la oferta pública, los valores que cumplan con las siguientes características:

- Valores emitidos, avalados o garantizados por la Nación y el Banco de la República. Para este fin, se debe enviar al Registro Nacional de Valores y Emisores y a los sistemas de negociación en que vayan a negociarse los valores, dentro de los treinta (30) días calendario siguientes a la realización de la oferta pública, copia del acto mediante el cual se crearon los valores, modelo o macrotítulo de los valores, y demás documentos que determine la Superintendencia Financiera que permitan conocer las características de la emisión.
- Valores de contenido crediticio emitidos por establecimientos de crédito. Para este fin, se requiere que de manera previa a la realización de la misma oferta pública se envíe al Registro Nacional de Valores y Emisores la información prevista para la inscripción ordinaria de emisores en la Resolución 400 de 1995.

- Valores emitidos por carteras colectivas escalonadas o cerradas cuyo contrato de suscripción de derechos o reglamento haya sido autorizado previamente por la Superintendencia Financiera.
- Los bonos que emita el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (FOGAFÍN), siempre y cuando de manera previa a la realización de la oferta pública el FOGAFÍN remita al Registro Nacional de Valores y Emisores los documentos generales de inscripción para emisores previstos en la Resolución 400 de 1995.

ii) Inscripción temporal de valores.

Esta modalidad de inscripción consiste en que las entidades de carácter público u oficial, así como sociedades en procesos de reorganización que sean propietarias de acciones o bonos convertibles en acciones que no se hallen inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, pueden solicitar a la Superintendencia Financiera que se ordene su inscripción en dicho Registro, con el objeto de que se enajenen mediante oferta pública tales valores. En consecuencia, la inscripción temporal de los valores en el Registro Nacional de Valores y Emisores se entiende efectuada única y exclusivamente para efectos de la realización de la subsiguiente oferta pública, sin que dé lugar a que los valores se inscriban en la BVC.

Esta forma de registro tiene una vigencia máxima de seis (6) meses, excepción hecha de acciones o bonos convertibles en acciones de propiedad del Estado sobre las cuales se haya iniciado proceso de privatización, evento en el cual la inscripción se encontrará vigente hasta la finalización del mismo, o bien hasta la expiración del plazo que se haya previsto para la enajenación en el correspondiente programa.

5.2.2. Obligaciones de emisores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores.

Cuando se inscribe un emisor en el Registro Nacional de Valores y Emisores, éste adquiere obligaciones de suministro continuo de información al mercado. Esta información está clasificada en dos categorías generales: (i) información general e (ii) información relevante o eventual.

i) Información general.

La información de carácter general que los emisores de valores están obligados a suministrar al SIMEV comprende:

- La documentación que debe someterse por parte del emisor a consideración de la asamblea general de accionistas en sus reuniones ordinarias. Esta información comprende las cuentas de pérdidas y ganancias del respectivo ejercicio social, el proyecto de distribución de utilidades, el informe a la junta directiva sobre la situación económica y financiera del emisor, y un informe escrito del revisor fiscal.

En el evento en que las emisiones estén avaladas o garantizadas por una entidad que no sea emisor inscrito en el Registro Nacional de Valores y Emisores, el emisor debe enviar a la Superintendencia Financiera la información del avalista o garante.

- Los estados financieros de períodos intermedios, los cuales deben elaborarse en intervalos mínimos de tres (3) meses. Las entidades financieras se exceptúan

de la obligación de remitir a la Superintendencia Financiera las informaciones de fin de ejercicio y de períodos intermedios que se señalaron, en la medida en que el suministro de información al mercado por parte de dichas entidades se encuentra sujeta a régimen especial, siendo dicha información, sin embargo, parte del SIMEV.

- Las entidades emisoras de bonos de riesgo inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores deben, además de cumplir con la información de períodos intermedios mencionada, presentar trimestralmente a la Superintendencia Financiera un informe sobre la evolución del acuerdo de reorganización, suscrito por el representante legal, el revisor fiscal y el promotor del acuerdo, de acuerdo con el contenido señalado para tal fin por la Superintendencia Financiera.

ii) Información relevante o eventual.

Con el objeto de que la obligación contenida en el SIMEV corresponda a las condiciones reales del emisor, éste tiene la obligación de divulgar a través de la Superintendencia Financiera todo hecho relevante, u operación, o acto extraordinario o significativo respecto a sí mismo, sus negocios, los valores registrados y/o la oferta al mercado de sus valores.

En general, se considera información relevante “aquella información que habría sido tomada en cuenta por un experto diligente al comprar, vender o conservar valores de determinado emisor, así como la que tendría en cuenta un accionista diligente al momento de ejercer sus derechos políticos en la respectiva asamblea de accionistas”.

Toda información que cumpla esas características en general, y, en particular, la información de carácter financiero y contable, jurídico, comercial y la-

boral, situaciones de crisis empresarial, emisiones de valores y titularizaciones, que, según la Resolución 400, se consideran relevantes, deben ser reveladas al mercado a través de la Superintendencia Financiera.

En caso de existir relaciones de subordinación inscritas en el registro mercantil, la entidad controlante del emisor tiene la obligación de divulgar, por medio del emisor, cualquier información relevante que afecte o pueda afectar los valores emitidos por éste.

Si el controlante, las subordinadas o los garantes del emisor son, a su vez, emisores de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, cada uno de los emisores debe cumplir con la obligación de divulgar la información considerada relevante en los términos indicados.

A pesar de lo anterior, es posible que inmediatamente se haya producido una situación constitutiva de información relevante, el responsable del envío de dicha información solicite a la Superintendencia Financiera autorización para su no revelación, por considerar que la misma puede causarle un perjuicio al emisor o puede poner en riesgo la estabilidad del mercado. En este evento, se requiere informar a la Superintendencia Financiera:

- i) El hecho detallado respecto del cual se solicita la no publicación.
- ii) Las razones por las cuales se solicita la no publicación.

- iii) Las personas que conocen la información que se solicita no divulgar.
- iv) El plazo durante el cual se solicita la no publicación de la información.
- v) Las medidas adoptadas por el emisor para garantizar que la información respecto de la cual se solicita la no publicación sea conocida exclusivamente por las personas que el emisor ha reportado como conocedores de dicha información.

5.3. Registro Nacional de Agentes del Mercado.

Tienen la obligación de inscribirse en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores las siguientes personas:

- i) Las entidades sujetas a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera, incluyendo los intermediarios de valores.
- ii) Entidades que desarrollen la actividad de suministro de información al mercado de valores, los organismos de autorregulación y las entidades que administren sistemas de registro de operaciones sobre valores.
- iii) Intermediarios de valores no sometidos a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera, como es el caso de entidades públicas afiliadas a un sistema de negociación que realicen operaciones por cuenta propia.

Las personas sometidas a registro deben suministrar la siguiente información al Registro Nacional de Profesionales del Mercado:

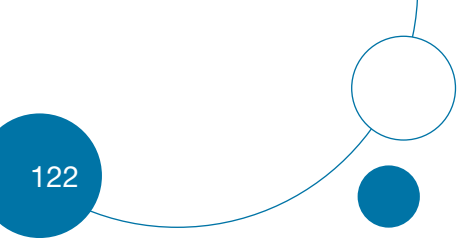


Tabla 22. Información del Registro Nacional de Agentes del Mercado.

Información sobre el agente.	Identificación del agente y de su domicilio.
	Estatutos sociales y sus reformas.
	Representantes legales, miembros de junta directiva, revisores fiscales, controladores normativos y oficiales de cumplimiento en materia de prevención y control de actividades delictivas.
	Actividades autorizadas.
	Las sucursales, agencias y oficinas, cuando se trate de agentes sometidos a inspección y vigilancia permanente por la Superintendencia Financiera.
	Reglamentos autorizados por la Superintendencia Financiera.
	Sanciones en firme impuestas por la Superintendencia Financiera.
	Información sobre inscripción en la BVC o en bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities, así como en sistemas de negociación o registro de los cuales sea miembro o afiliado.
	Personas naturales al servicio del agente del mercado y que estén inscritas en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado.
	Información sobre inscripción en el Autorregulador del Mercado de Valores.
Información financiera.	Estados financieros intermedios y de fin de ejercicio.
	Proyecto de distribución de utilidades que se presenta a la asamblea de accionistas y decisiones adoptadas por la asamblea al respecto.

5.4. Registro Nacional de Profesionales del Mercado.

Sobre el Registro Nacional de Profesionales del Mercado, a continuación se describen las personas obligadas a inscribirse, la información que hace parte de este registro y los aspectos generales sobre certificación de las personas inscritas.

5.4.1. Personas obligadas a inscribirse.

Están obligadas a inscribirse en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado las siguientes personas:

- i) Las personas naturales que se encarguen de estructurar directamente operaciones de intermediación, cualquiera sea la modalidad de vinculación, al servicio de un intermediario del mercado de valores.
- ii) Las personas naturales que dirijan o sean responsables de la ejecución de operaciones de intermediación en el mercado de valores.
- iii) Las personas naturales que administren o gestionen directamente carteras colectivas reguladas por el Decreto 2175 de 2007, así como fondos mutuos de inversión.
- iv) Las personas naturales que promuevan o promuevan la realización de operaciones de intermediación en el mercado de valores.
- v) Las personas naturales que, al interior de sociedades comisionistas, estructuren, dirijan y ejecu-

ten operaciones de comisión, corretaje o cuenta propia sobre bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*, así como las personas naturales que asesoren o promuevan los servicios de registro que ofrecen los miembros de las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*.

5.4.2. Información del Registro Nacional de Profesionales del Mercado.

La entidad a la cual se encuentre vinculado el profesional tiene la obligación de suministrar al Registro Nacional de Profesionales del Mercado información sobre la formación, experiencia, tipo de vinculación y certificaciones con que cuenta el profesional, entre otras. Las respectivas entidades tienen la obligación de actualizar cada año tal información, o cuando se presenten modificaciones a la misma.

La vigencia de la inscripción en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores se extiende hasta que el profesional cuente con la respectiva certificación vigente, siempre y cuando permanezca vinculado a la persona para la cual presta sus servicios.

Por lo tanto, en caso de desvinculación, la respectiva entidad debe informar la fecha y el motivo de la desvinculación. Una vez informada la desvinculación del profesional, la Superintendencia Financiera procede a inactivar la inscripción por un término de un (1) mes.

Dentro de tal plazo, la correspondiente persona debe acreditar que se encuentra dentro de cualquiera de los supuestos de registro para que proceda la reactivación de la inscripción sin necesidad de trámite adicional alguno.

Sin embargo, cuando la desvinculación se deba a una nueva vinculación que ponga al profesional en cualquiera de los supuestos de registro, la inscripción se mantiene sin solución de continuidad.

5.4.3. Certificación de los profesionales inscritos en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado.

A través de la certificación se acredita, por parte de un organismo certificador, la capacidad profesional de las personas naturales sujetas a inscripción en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado, lo cual exige presentación de los profesionales por la persona a la cual se encuentren vinculados.

La certificación no supone la inscripción en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores, no implica autorización para actuar en el mercado y no sustituye el procedimiento de admisión previsto en la BVC, y en los sistemas de negociación y registro.

En caso de denegatoria de la certificación, el respectivo organismo debe informar a la Superintendencia Financiera y a las demás entidades de certificación las causas que motivaron el rechazo.

En caso de aprobación, la certificación tiene validez por un período de dos (2) años, contados a partir de la fecha de la aprobación del examen de idoneidad profesional. Si se tiene la intención de mantener la vigencia de la inscripción en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores, el profesional debe renovar la certificación.

No obstante, la Superintendencia Financiera puede extender la vigencia del examen a tres (3) años, siempre y cuando la entidad de certificación implemente un esquema de actualización periódico que garantice el cumplimiento de los requisitos mínimos para desarrollar las correspondientes actividades.

Separador Capítulo II
EMISIÓN Y OFERTA DE
VALORES

Separador Capítulo II

EMISIÓN Y OFERTA DE VALORES

Capítulo II

Emisión y oferta pública de valores



El mercado primario es aquel que se refiere a valores que han sido emitidos y que no han sido objeto de negociación previamente, mientras que el mercado secundario se refiere a la negociación de valores previamente suscritos.

En el mercado primario, el emisor puede ofrecer los valores mediante una oferta pública o una oferta privada.

En el mercado secundario, el vendedor puede ofrecer sus valores mediante un martillo o una oferta de democratización, o bien negociar sus valores sin acudir a estos procedimientos especiales. Por su parte, en caso de ser el comprador quien promueve la compra de los valores, esta operación debe tener lugar a través de una oferta pública de adquisición (OPA) en ciertos casos.

Este capítulo se refiere a (i) la oferta de valores pública y privada, (ii) el procedimiento para adelantar ofertas públicas de valores, y (iii) casos especiales de ofertas públicas.

El capítulo III, sobre negociación de valores (mercado secundario), se refiere en detalle a los martillos y a las ofertas públicas de adquisición.

1. Oferta pública y oferta privada.

1.1. Oferta pública.

Una oferta pública es aquella que cumple con las siguientes condiciones.

- i) Es dirigida a personas no determinadas o a cien (100) o más personas determinadas.
- ii) Tiene por objeto la suscripción, enajenación o adquisición de valores emitidos en serie o en masa que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación o representativos de mercancías.

Por el contrario, se consideran privadas las siguientes ofertas.

- i) La dirigida a menos de cien (100) personas determinadas.
- ii) La oferta de acciones o de bonos obligatoriamente convertibles en acciones que esté dirigida a los accionistas del emisor, siempre que sean menos de quinientos (500) los destinatarios de la misma.
- iii) La oferta de acciones resultante de una orden de capitalización impartida por una autoridad estatal competente, dirigida exclusivamente a accionistas del emisor, o la que tenga por objeto capitalizar obligaciones de la misma, siempre y cuando se encuentren reconocidas dentro de un proceso de reorganización en el que se haya tomado tal de-

cisión, en ambos casos sin importar el número de personas a quienes se encuentre dirigida.

- iv) Los aumentos del capital autorizado de empresas de servicios públicos domiciliarios, cuando se trate de hacer nuevas inversiones en la infraestructura de los servicios públicos de su objeto, y hasta por el valor que aquellas tengan. En este caso, la empresa puede ofrecer, sin someterse a las reglas de oferta pública de valores, las nuevas acciones a los usuarios que vayan a ser beneficiarios de las inversiones, quienes, en caso de adquirirlas, las deben pagar en los plazos que la empresa establezca, simultáneamente con las facturas del servicio.

1.2. Oferta privada.

En relación con las ofertas privadas, existe un régimen de autorización general y un régimen de autorización específica para la aprobación de reglamentos de suscripción de acciones.

En virtud del régimen de autorización general, se entienden autorizados los reglamentos de suscripción de acciones ordinarias de sociedades sometidas al control exclusivo de la Superintendencia Financiera, que cumplan las siguientes condiciones:

- i) Que el número de acciones que se van a colocar sea igual o inferior al veinte por ciento (20%) de las acciones en circulación.
- ii) Que la colocación se realice con sujeción al derecho de preferencia.
- iii) Que el reglamento de colocación cumpla con los requisitos indicados en el capítulo sobre acciones.

- iv) Que se hayan adoptado medidas tendientes a preservar los derechos de los tenedores de bonos obligatoriamente convertibles en acciones, si es del caso.

Bajo este régimen, el representante legal y el revisor fiscal del emisor deben remitir a la Superintendencia Financiera, a título informativo y dentro de los diez (10) días hábiles siguientes a la expiración del plazo de la oferta, la documentación prevista en la Circular 005 de 2005.

El régimen de autorización específica tiene vigencia en aquellos casos en los cuales alguno de los anteriores requisitos no se cumple. En este caso, el emisor debe solicitar autorización a la Superintendencia Financiera para adelantar la oferta privada de acciones.

2. Procedimiento para adelantar ofertas públicas de valores.

Para adelantar una emisión y oferta pública de valores, es necesario inscribir el emisor y los valores en el Registro Nacional de Valores y Emisores, y, si se pretende que la oferta tenga lugar en el mercado bursátil, es necesaria la inscripción en la BVC.

El procedimiento de inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores se describió en detalle en el capítulo 1.5, sobre el Sistema Integral de Información al Mercado de Valores, en tanto que la información que debe suministrarse a la BVC para inscribir allí los valores y el emisor es la establecida en la Circular Única de la BVC.

Además de lo anterior, para cualquier valor inscrito en el Registro Nacional de Valores y Emisores, la oferta pública de valores puede ser realizada mediante la construcción del denominado libro de ofertas o sistema de *Book Building*.

Mediante este procedimiento, el emisor puede realizar actividades de mercadeo, promoción preliminar, y recepción y registro de órdenes de demanda en un libro de ofertas para determinar el precio de los valores a emitir, la asignación y el tamaño de la emisión.

En el caso de *Book Building*, la oferta comprende las siguientes etapas:

- i) Después de presentada la solicitud de la oferta pública ante la Superintendencia Financiera, y antes de obtenerse dicha autorización, el emisor puede mercadear y promocionar los valores que serán objeto de oferta pública.
- ii) Una vez obtenida la autorización de la oferta pública, inicia el período de construcción del libro. Este período es definido por el emisor y comprende el tiempo durante el cual se reciben ofertas de adquisición de los valores o posturas de demanda por parte de los inversionistas. El administrador del libro, quien es el encargado de recibir las posturas de demanda, debe recibir todas las posturas que cumplan con los criterios definidos por el emisor en el prospecto de información preliminar, y cualquier inversionista puede incluir, excluir, modificar o agregar sus demandas directamente o a través de los intermediarios de valores que se indiquen en el prospecto de información.
- iii) El libro debe contar con un registro diario de las demandas de los valores objeto de emisión, en el cual debe especificarse, por lo menos, la cantidad y el precio. Los destinatarios de la oferta que participen

en la construcción del libro, a través de los intermediarios de valores autorizados en el prospecto de información, sólo pueden conocer información general sobre los montos de otras demandas o posturas, y, en ningún caso, detalles sobre el nombre de los intermediarios y demandantes que participen en la construcción del libro.

3. Casos especiales de oferta pública.

La oferta pública de valores tiene reglas especiales cuando ésta se refiere a valores emitidos por entidades colombianas que ofrecen los valores emitidos en el mercado extranjero, ya sea de forma exclusiva o simultánea con el mercado local.

3.1. Oferta pública exclusiva en el exterior.

Las entidades constituidas en Colombia pueden emitir valores para ser ofrecidos en mercados de valores del exterior o inscribir valores emitidos en Colombia en bolsas internacionales, sin que medie oferta. En este caso, los emisores sólo están sujetos a la regulación externa aplicable, sin perjuicio del cumplimiento de las normas colombianas en materia cambiaria, tributaria y de inversiones de capital del exterior.

Hasta que el Gobierno desarrolle la facultad prevista en el párrafo 2, literal a), artículo 7 de la Ley 964 de 2005 (que lo faculta para autorizar a las comisionistas de bolsa para la realización de operaciones sobre valores emitidos en el extranjero que no se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores), los valores

distintos de las acciones que se ofrezcan en el exterior no pueden ser negociados en Colombia.

3.2. Oferta pública simultánea en Colombia y en el exterior.

Las entidades colombianas autorizadas para emitir valores pueden ofrecer tales valores de manera simultánea en Colombia y en el extranjero. En este caso, se requiere autorización previa de la Superintendencia Financiera en lo concerniente a la oferta local.

En el caso de oferta simultánea de acciones y bonos obligatoriamente convertibles en acciones, se requiere que el emisor tenga sus acciones inscritas en la BVC.



Separador Capítulo III
NEGOCIACIÓN
DE VALORES EN
EL MERCADO DE
VALORES

Separador Capítulo III
NEGOCIACIÓN
DE VALORES EN
EL MERCADO DE
VALORES

Capítulo III

Negociación de valores en el mercado de valores



Este capítulo se refiere a (i) la negociación de valores en general, (ii) las ofertas públicas de adquisición, (iii) los martillos, y (iv) las ofertas públicas de democratización.

1. La negociación de valores en general.

El mercado secundario está compuesto por los valores que son negociados entre inversionistas, en el cual las transacciones pueden ser iniciadas por el comprador o por el vendedor.

En principio, la compra o venta de valores en el mercado secundario puede ser realizada sin que sea necesario obtener autorización previa de la Superintendencia Financiera. Estas operaciones pueden realizarse en el mercado extrabursátil o bien en el mercado bursátil mediante operaciones cruzadas o convenidas, o a través de sistemas transaccionales.

Las operaciones cruzadas son aquellas que son realizadas por medio de una sola comisionista de bolsa que actúa por cuenta del comprador y del vendedor.

Las operaciones son convenidas si una comisionista de bolsa actúa por cuenta del vendedor y otra comisionista actúa por cuenta del comprador.

A pesar de esta regla general, toda compraventa de acciones inscritas en la BVC, que represente un valor igual o superior al equivalente en pesos de sesenta y seis mil (66.000) unidades de valor real UVR (COP11.700.000 aproximadamente), se debe realizar obligatoriamente a través de sistemas de transacción de la BVC.

Se exceptúan de la anterior obligación los siguientes casos:

- i) Excepciones en razón al lugar de realización de la operación.
 - Las compraventas de acciones emitidas por emisores colombianos que hayan sido ofrecidas públicamente en el exterior y que se realicen en el extranjero.
 - Las compraventas de acciones emitidas por emisores extranjeros que hayan sido ofrecidas públicamente en Colombia y que se realicen en el extranjero.
- ii) Excepciones en razón a quienes actúan como compradores y vendedores.
 - Las compraventas de acciones entre un mismo beneficiario real.

- Las readquisiciones de acciones que realice el emisor.

- iii) Excepciones en razón a un estado especial del emisor o del vendedor.

- Las compraventas de acciones de propiedad de las instituciones financieras que se encuentren en proceso de liquidación.
- Las ventas de acciones que realicen la Nación o el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras, como consecuencia de capitalizaciones de entidades financieras ordenadas por la Superintendencia Financiera.

No obstante lo anterior, existen casos en los cuales es obligatorio que la negociación de los valores se realice mediante una oferta pública de adquisición. En estos eventos se requiere autorización por parte de la Superintendencia Financiera. Así mismo, se requiere autorización por parte de la Superintendencia Financiera para realizar operaciones sobre valores mediante procedimientos públicos, y, en particular, mediante martillos y ofertas públicas de democratización.

En los siguientes capítulos se describe la regulación aplicable a las ofertas públicas de adquisición (OPA), a los martillos y a las ofertas públicas de democratización.

2. Ofertas públicas de adquisición.

Respecto a las ofertas públicas de adquisición, a continuación se describen (i) los aspectos generales, (ii) el procedimiento, (iii) las reglas aplicables al precio y contra-prestación de la OPA, y (iv) casos especiales de OPA.

2.1. Aspectos generales.

Una OPA es un procedimiento de compra de valores en el mercado secundario, iniciado por el comprador y realizado a través de la BVC. La formulación de una OPA requiere la autorización previa de la Superintendencia Financiera y ésta no puede realizarse sobre un número de valores que represente menos del cinco por ciento (5%) del capital con derecho a voto del emisor.

Las transacciones sobre valores en el mercado secundario que en particular deben realizarse a través de una OPA son las siguientes:

- i) Cuando un inversionista, de manera directa o indirecta, se vaya a convertir en beneficiario real del veinticinco por ciento (25%) o más del capital con derecho a voto de un emisor cuyas acciones estén inscritas en la BVC.
- ii) Cuando un inversionista que sea beneficiario real de una participación igual o superior al veinticinco por ciento (25%) del capital con derecho a voto de un emisor que tenga sus acciones inscritas en la BVC, pretenda aumentar dicha participación en un porcentaje superior al cinco por ciento (5%).

Para efectos de lo anterior, se entiende por beneficiario real un grupo de personas que, por presunción legal, tienen intereses en común y, en consecuencia, son beneficiarios comunes de determinado valor en el mercado. Dentro de este concepto se encuentran:

- i) Los cónyuges o compañeros permanentes y los parientes dentro de segundo grado de consanguinidad, segundo de afinidad o único civil, salvo que se demuestre que actúan con intereses económicos independientes.
- ii) Las matrices y sus subordinadas.
- iii) Un conjunto de personas que puedan convertirse en propietarios de un derecho con ocasión del ejercicio de una facultad proveniente de una garantía, de un pacto de recompra, de un negocio fiduciario o de cualquier otro pacto que produzca efectos similares, salvo que los mismos no confieran derechos políticos.

Además, con relación a los casos en los cuales se requiere una OPA, se entiende por capital con derecho a voto el capital conformado por acciones en circulación con derecho a voto, valores convertibles en acciones o que den derecho a su suscripción, derechos cuyo activo subyacente sean acciones con derecho a voto, y valores representativos de acciones con derecho a voto.

Para determinar los porcentajes que obligan a realizar una OPA, se tiene en cuenta el número de acciones con derecho a voto a que tendría derecho el titular de los valores, si se convirtieran en ese momento en acciones con derecho a voto.

2.2. Excepciones a la obligatoriedad de realizar una OPA.

No obstante lo anterior, no se requiere la realización de una OPA en los siguientes casos:

- i) Excepciones en razón a las personas que intervienen en la compra y venta de los valores.

- Cuando se trate de un traspaso de capital con derecho a voto entre un mismo beneficiario real.
 - Cuando el emisor readquiere sus propias acciones, es decir, cuando el emisor compra los valores que él mismo emitió.
- ii) Excepciones en razón a la causa que da lugar a la adquisición o enajenación de los valores.
- Cuando el inversionista reciba el capital con derecho a voto como pago de una deuda (dación en pago). En este caso es necesario que: (a) las obligaciones que se cancelan hayan surgido por lo menos con un (1) año de anticipación; (b) las obligaciones estén vencidas; y (c) que se demuestre ante la Superintendencia Financiera la incapacidad del deudor para cumplir con tales obligaciones.
 - Cuando se capitalicen acreencias. La capitalización de acreencias consiste en que un emisor paga determinadas obligaciones mediante la entrega de acciones emitidas por él. Lo anterior implica un aumento del capital suscrito y pagado del emisor, y una cancelación de un pasivo externo.
 - Cuando el inversionista reciba capital con derecho a voto por donación, adjudicación por sucesión, adjudicación por orden judicial, adjudicación por liquidación de persona jurídica, adjudicación por liquidación de sociedad conyugal.
 - Cuando se trate de un proceso de titularización.

iii) Excepciones en razón a la existencia de un consenso total de los accionistas.

- Cuando todos los accionistas estén de acuerdo con que se realice la transacción sin necesidad de formular una OPA.

En cualquiera de las anteriores situaciones, es necesario informar a la Superintendencia Financiera.

2.3. Procedimiento de una OPA.

Una OPA está sujeta a las siguientes etapas:

- i) Autorización de la Superintendencia Financiera y, si es el caso, autorización por parte de la Superintendencia de Industria y Comercio.
- ii) Suspensión de la negociación bursátil de los valores objeto de OPA.
- iii) Presentación de garantías a la BVC para asegurar el cumplimiento de la operación.
- iv) Comunicación de la OPA al mercado.
- v) Aceptación de la oferta.
- vi) Adjudicación.
- vii) Compensación y liquidación.

2.3.1. Autorización por parte de la Superintendencia de Industria y Comercio.

Las transacciones sobre acciones pueden representar una integración entre el inversionista que adquiere los valores y el emisor. Una integración económica es cualquier tipo de transacción económica que tenga como

efecto que dos o más empresas tengan un interés común, lo cual puede tener lugar mediante operaciones tales como fusiones, adquisiciones de participaciones de capital o compra sustancial de activos.

Las operaciones de integración entre entidades del sector real están sujetas a dos regímenes de información a la Superintendencia de Industria y Comercio, autoridad de la competencia salvo disposición especial en contrario.

El primero es el régimen de autorización general, en virtud del cual se entienden autorizadas las operaciones de integración realizadas entre empresas que:

- i) Tengan ingresos operativos anuales conjuntos inferiores a cien mil (100.000) salarios mínimos legales mensuales vigentes (COP46.150.000.000 en 2008).
- ii) Tengan activos totales conjuntos inferiores a cien mil (100.000) salarios mínimos legales mensuales vigentes (COP46.150.000.000 en 2008).

En este caso, las entidades que se integran no tienen que obtener de la Superintendencia de Industria y Comercio ningún tipo de pronunciamiento. Para que proceda la operación, es suficiente que el representante legal de cada emisor que participa en la operación ponga en conocimiento del órgano social competente la realización de la operación y que dicho órgano lo apruebe.

El segundo es el régimen de autorización particular, en el cual las operaciones de integración deben ser infor-

madas a la Superintendencia de Industria y Comercio para que ésta decida si la correspondiente integración produciría una indebida restricción a la competencia. Esta información debe referirse a:

- i) Las características de la operación, de las entidades que se integran, del mercado relevante, de los competidores y de los principales clientes de quienes se integran.
- ii) Materias primas e insumos utilizados en el proceso de producción.
- iii) Descripción de los distribuidores y de las características de importación y exportación de los productos ofrecidos al mercado, si es el caso.
- iv) Relación de las empresas comercializadoras de los productos.

La Superintendencia de Industria y Comercio tiene treinta (30) días para decidir si objeta la respectiva integración económica. Si, pasado ese término, la Superintendencia no objeta la operación, ésta se puede realizar.

2.3.2. Autorización por parte de la Superintendencia Financiera.

Toda OPA debe ser autorizada por la Superintendencia Financiera. Esta oferta debe dirigirse a todos los titulares de capital con derecho a voto y tiene un carácter irrevocable, lo cual quiere decir que no es posible modificar, desistir o hacer cesar los efectos de la oferta, excepto en los casos indicados en la ley. Para obtener autorización de la Superintendencia Financiera para llevar a cabo la OPA, es necesario presentar a dicha entidad la información que se indica en la tabla a continuación:

Tabla 23. Información para la obtención de autorización de una OPA ante la Superintendencia Financiera.

Tipo de información	Documentos que la acreditan
Información relativa al oferente.	Certificado de existencia y representación legal del oferente, con una antigüedad no superior a tres (3) meses, o en el caso de personas jurídicas extranjeras, el documento equivalente.
	Autorizaciones de los órganos competentes del emisor.
Información sobre el proceso de la OPA.	Cuadernillo de la oferta.
	Proyecto de aviso de oferta.
	Si la negociación está sometida a alguna autorización o concepto de una autoridad administrativa, incluyendo la autorización de la operación por parte de la Superintendencia de Industria y Comercio con relación a los aspectos sobre competencia.
	Manifestación del oferente sobre la inexistencia de acuerdos relacionados con la operación, diferentes a los contenidos en el cuadernillo de la oferta, bajo la gravedad del juramento.

Los agentes del mercado pueden preacordar su participación en una OPA, siempre y cuando se informe a la Superintendencia Financiera, a la BVC o al sistema de negociación en que vaya a efectuarse la respectiva operación, por lo menos con un (1) mes de antelación a la operación. Si la operación que se realizará es entre un mismo beneficiario real, es suficiente con que la información mencionada se presente con cinco (5) días comunes de antelación.

2.3.3. Suspensión de la cotización bursátil.

La BVC debe suspender la cotización bursátil de los valores objeto de la OPA una vez la Superintendencia Financiera le comunique que el oferente ha radicado la información sobre la OPA. Esta suspensión queda sin efecto el día hábil siguiente a la fecha de publicación del aviso de oferta.

2.3.4. Garantías de la OPA.

Una vez el oferente radique ante la Superintendencia Financiera la solicitud de autorización de la OPA, debe informar a la BVC la garantía que pretenda utilizar para asegurar el cumplimiento de las obligaciones resultantes de la OPA.

La comisionista de bolsa representante del comprador es responsable ante la BVC por la constitución, entrega, sustitución, reposición y ajuste de las garantías, independientemente de que éstas hayan sido otorgadas por ella, por el comprador o por un tercero.

Respecto a la garantía, es necesario tener en cuenta cuáles son las garantías admisibles y en qué condiciones.

2.3.4.1. Garantías admisibles.

La garantía puede consistir en dinero o en valores.

Cuando la garantía consista en dinero, ésta puede otorgarse bajo cualquiera de las siguientes modalidades:

- i) Depósito en moneda legal colombiana en un banco colombiano, cuyo titular sea la BVC.
- ii) Garantía bancaria o carta de crédito (*stand-by*), a favor de la BVC, expedida por un banco local o extranjero, con una calificación no inferior a la de la deuda soberana externa de Colombia y pagaderas a su primer requerimiento.
- iii) Póliza de seguro emitida por una compañía de seguros legalmente autorizada para funcionar en Colombia, a favor de la BVC.
- iv) Valores de deuda emitidos o garantizados por la Nación, los cuales deben ser entregados en garantía a la BVC.
- v) Cesión a favor de la BVC de derechos en carteras colectivas.

Cuando la contraprestación de la OPA consista en valores, debe acreditarse lo siguiente:

- i) Que los valores ofrecidos se encuentran libres de gravámenes, que están disponibles y que están comprometidos para la OPA.

- ii) Para la parte que el oferente ofrecerá pagar en dinero, se debe constituir una de las garantías en dinero mencionadas, y el monto de la garantía corresponderá al monto máximo de dinero ofrecido, aumentado en un diez por ciento (10%).

La BVC puede exigir en cualquier momento de la OPA la sustitución de las garantías otorgadas o la constitución de garantías adicionales. Esto ocurre principalmente en los siguientes casos:

- i) Cuando quien expida la garantía sea sometido a reorganización empresarial, liquidación, vigilancia especial, toma de posesión o liquidación forzosa administrativa por parte del Estado.
- ii) Cuando la capacidad patrimonial del garante esté afectada en forma grave, a juicio de la BVC.
- iii) Cuando la garantía pierda su vigencia o no pueda hacerse efectiva.
- iv) Cuando se presente cualquier otra circunstancia que dificulte o impida el cobro normal de la garantía.

Si la sustitución de la garantía no se acredita ante la BVC, este hecho se debe informar al mercado y a la Superintendencia Financiera, y el oferente no puede continuar adelantando la OPA.

2.3.4.2. Condiciones de las garantías.

La garantía debe constituirse a favor de la BVC, la cual debe avisar al mercado e informar a la Superintendencia Financiera sobre su constitución.

De acuerdo con la Ley 964 de 2005, las garantías que se otorguen para asegurar el cumplimiento de la OPA tienen las siguientes características generales:

- i) Las garantías no pueden ser embargadas o ser objeto de otra medida similar hasta tanto se cumplan totalmente las obligaciones derivadas de la OPA.
- ii) Los actos por virtud de los cuales se constituyan, incrementen o sustituyan las garantías son irrevocables y no pueden impugnarse, anularse o declararse ineficaces.
- iii) Las garantías entregadas pueden usarse como pago incluso si el otorgante es sujeto de una reorganización o liquidación.
- iv) Las garantías pueden hacerse efectivas sin necesidad de trámite judicial alguno.

2.3.5. Comunicación de la OPA y aceptación.

El procedimiento de comunicación de la OPA es el siguiente:

- i) El oferente o comprador debe publicar un aviso de la OPA por lo menos tres (3) veces, con intervalos no mayores de cinco (5) días calendario, en forma destacada en las páginas económicas de un diario de amplia circulación nacional.
- ii) La publicación del aviso de la OPA debe realizarse dentro de los cinco (5) días calendario siguientes a la fecha en que la Superintendencia Financiera haya autorizado la oferta o de la fecha en que venza el plazo para la formulación de las observaciones, sin que las mismas hayan sido formuladas. Así mismo, el aviso debe publicarse diariamente en el boletín

oficial de la BVC hasta el día en que finalice la etapa de recepción de aceptaciones.

- iii) La fecha en la cual inicie la etapa de recepción de aceptaciones no debe ser inferior a cinco (5) días hábiles, contados a partir de la fecha en que se publique el primer aviso de oferta.
- iv) El plazo de aceptación de la oferta es determinado por el oferente. Este plazo no puede ser inferior a diez (10) días hábiles, ni superior a treinta (30) días hábiles.

Durante el plazo para la recepción de aceptaciones, la BVC debe informar diariamente a la Superintendencia Financiera y al mercado en general el número de aceptaciones recibidas para la oferta, indicando cuáles se han efectuado bajo la modalidad “Todo o Nada”. La modalidad “Todo o Nada” consiste en que quienes aceptan vender lo hacen bajo la condición de vender únicamente la totalidad de valores de los cuales son titulares.

Este término puede ser prorrogado por el oferente, por una sola vez, con una antelación de por lo menos tres (3) días hábiles al vencimiento del plazo inicial, previa información a la Superintendencia Financiera, siempre y cuando: (i) el plazo inicial y su prórroga no superen el plazo máximo que puede tener el término de aceptación de la oferta, y (ii) las garantías ofrecidas por el oferente cubran este plazo adicional.

La prórroga se debe comunicar a los interesados mediante un aviso publicado en el mismo medio en el que se publicó el aviso de oferta inicial.

Después de que haya transcurrido el plazo establecido para recibir las aceptaciones a la oferta, o el

que resulte de su prórroga o modificación, y en un plazo no superior a cinco (5) días comunes, la BVC debe informar a la Superintendencia Financiera el resultado de la oferta. Este resultado debe ser publicado en el boletín diario de la BVC.

- v) Una vez agotado lo anterior, debe inscribirse en DECEVAL al comprador de los respectivos valores como titular de los mismos.

2.3.6. Adjudicación.

Una vez se haya vencido el plazo para presentar aceptaciones, la BVC procede a realizar la adjudicación, y, en el caso que existan ofertas competidoras, para cada una de ellas se realizará un proceso de adjudicación independiente. A las ofertas competidoras se hace referencia en el capítulo sobre casos especiales de OPA.

Una vez expire el plazo para recibir aceptaciones, la BVC informa el resultado de la OPA a la Superintendencia Financiera y al mercado. Para todos los efectos legales, la fecha de adjudicación es la fecha en que la BVC cumpla con este deber de información.

A esta adjudicación se aplican las siguientes reglas:

- i) En el evento en que no exista una oferta competidora y el número de valores comprendidos en las aceptaciones de una oferta supere la cantidad de valores que se ha ofrecido adquirir en dicha oferta, el oferente, a través de la comisionista de bolsa por medio de la cual actúa, puede modificar la cantidad máxima inicialmente ofrecida, siempre y cuando esta posibilidad se haya previsto en el cuadernillo

de la oferta, y se haya publicado en los avisos de la OPA respectivos.

Si no se previó esta posibilidad, o si existen ofertas competidoras, y el número de valores comprendidos en las aceptaciones supera la cantidad que se ha ofrecido adquirir, se adjudica a prorrata a cada uno de los aceptantes que no hayan sometido su aceptación a la condición “Todo o nada”.

- ii) Cada adjudicación corresponde a una operación de bolsa en firme que debe compensarse y liquidarse. Una operación es en firme si tanto el comprador como el vendedor de los respectivos valores se obligan a llevar a cabo la operación bajo los términos y condiciones previstos por el oferente.
- iii) En el evento en que no exista una oferta competidora y el número de valores comprendidos en las aceptaciones de la oferta no iguale la cantidad mínima de valores que se ha ofrecido adquirir, el oferente, a través de la comisionista de bolsa por conducto de la cual actúa, puede modificar la cantidad mínima inicialmente ofrecida, siempre y cuando esta posibilidad se haya previsto en el cuadernillo y se haya publicado en los avisos de oferta respectivos.
- iv) Si el número de valores comprendidos en las aceptaciones de la oferta supera la cantidad mínima de valores que se ha ofrecido adquirir, pero no supera la cantidad máxima, se adjudican al oferente todas las aceptaciones, las cuales constituyen operaciones de bolsa en firme independientes que deben compensarse y liquidarse.
- v) La BVC puede anular toda operación resultante de una OPA cuando concluya que la misma es ineficaz o inexistente, o cuando, a su juicio, se afecte el mercado.

2.3.7. Compensación y liquidación, y registro en DECEVAL de la transferencia de los valores.

Después de que se adjudique la OPA, las operaciones deben ser compensadas y liquidadas a través de la Cámara de Compensación y Liquidación de la BVC.

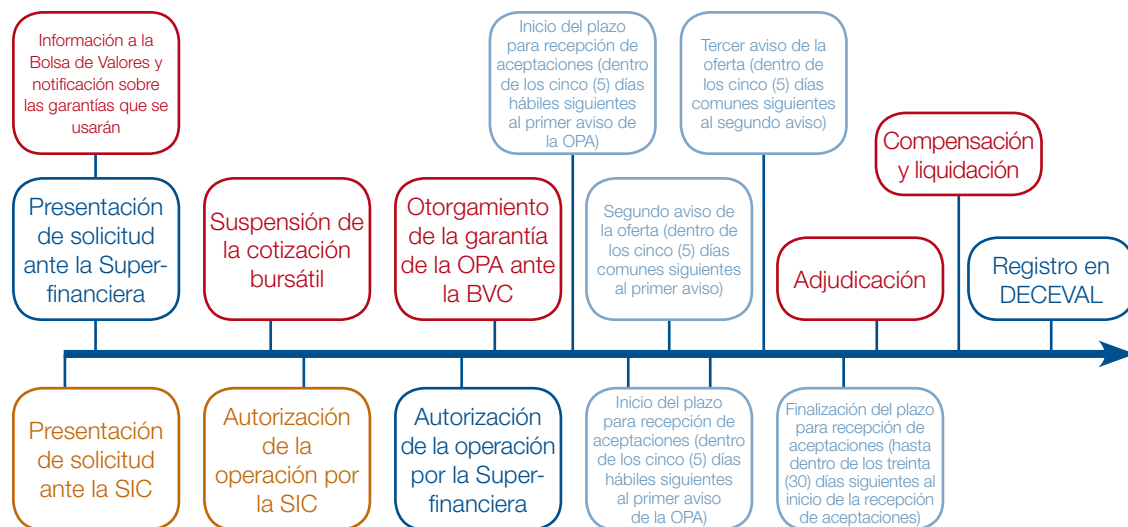
La compensación o *clearing* consiste en la determinación del monto total que los compradores y vendedores de valores deben entregar en dinero o en valores a su contraparte, según corresponda; en tanto que la liquidación o *settlement* consiste en la determinación del valor en pesos de la operación y de las comisiones a que haya lugar.

La compensación de OPAs puede tener lugar mediante cualquiera de los siguientes mecanismos:

- i) Entrega contra pago con liquidación bruta. En este mecanismo, la compensación se realiza mediante débitos y créditos simultáneos entre el comprador y el vendedor, tanto de valores como de dinero en efectivo.
- ii) Entrega de valores con liquidación neta diaria. En este sistema, la compensación se realiza a través de la entrega de los valores en cada operación del vendedor al comprador, determinándose en cada operación el saldo neto de efectivo a favor o a cargo de cada comisionista de bolsa. El saldo neto de efectivo es el resultante de la compensación de las operaciones totales que deban cumplirse o ejecutarse a esa fecha, y se paga mediante abono o cargo desde la cuenta de la BVC.

Una vez se haya hecho la compensación y liquidación de la OPA, se registra en DECEVAL el cambio de la titularidad de los valores que hayan sido efectivamente enajenados a través de la OPA.

Gráfica 16. Procedimiento básico de la OPA



2.3.8. Contraprestación y precio de la OPA.

2.3.8.1. Contraprestación de los valores adquiridos en la OPA.

El pago de los valores que se ofrece comprar únicamente puede ser realizado en moneda legal colombiana, en divisas, o en valores.

Cuando la contraprestación consista en valores, se deben cumplir los siguientes requisitos para que tal contraprestación se considere válida:

- i) Los valores deben estar inscritos en la BVC o en una bolsa internacionalmente reconocida a juicio de la Superintendencia Financiera.
- ii) Si los valores están inscritos en varias bolsas internacionales, el oferente debe seleccionar una bolsa de referencia.
- iii) Los valores que en particular pueden servir como contraprestación son los siguientes:
 - Acciones, valores convertibles en acciones o que otorguen derecho a su suscripción, valores que tengan como subyacente acciones o valores representativos de acciones.
 - Valores de deuda emitidos o garantizados por la Nación.
 - Valores de deuda emitidos o garantizados por un gobierno extranjero.
 - Valores de deuda emitidos por organismos multilaterales.
- iv) Si los valores que se ofrecen como contraprestación fueron emitidos en el extranjero, deben estar inscritos en una bolsa de valores internacionalmente reconocida a juicio de la Superintendencia Financiera. El oferente debe informar a la Superintendencia Financiera y a la BVC en qué se encuentran inscritos los valores objeto de la oferta pública, la cotización diaria que registren los valores que servirán como contraprestación, así como cualquier otro hecho relevante respecto al emisor de dichos valores.
- v) Si los valores son de deuda, distintos de los emitidos o garantizados por la Nación, debe acreditarse, además, que el emisor o la emisión han sido califi-



cados por una sociedad calificador de riesgo reconocida a juicio de la Superintendencia Financiera.

- vi) Quien realice la oferta debe ofrecer pagar en dinero por lo menos el treinta por ciento (30%) de los valores. Este treinta por ciento (30%) se destina a las adjudicaciones de menor valor hasta agotarlas.
- vii) Si la contraprestación consiste en capital con derecho a voto de un emisor inscrito en la BVC, los destinatarios de la oferta sólo pueden aceptar dicha oferta en un número de valores que implique que su calidad de beneficiario real frente a dicho emisor equivaldrá a menos del veinticinco por ciento (25%) del capital con derecho a voto de dicho emisor, o, de ser titulares de una participación igual o superior al veinticinco por ciento (25%), hasta por un porcentaje menor al cinco por ciento (5%). Lo anterior se debe a que para adquirir la calidad de beneficiario real en estos porcentajes es necesario que se adelante una OPA.

2.3.8.2. Precio de la OPA.

El precio de los valores que serán adquiridos es determinado por el oferente, observando para este efecto los siguientes parámetros:

- i) Si el oferente ha realizado adquisiciones de valores de la misma emisión durante los tres (3) últimos meses, contados a partir de la presentación de la solicitud en la Superintendencia Financiera, el precio no puede ser inferior al más alto que haya pagado.

- ii) Si existe un preacuerdo para la oferta, el precio no puede ser inferior al mayor fijado en dicho preacuerdo.

No obstante lo anterior, en los casos de fusiones y adquisiciones de capital con derecho a voto superiores al noventa por ciento (90%) del emisor, así como en el caso de la OPA obligatoria de desliste, el precio de la OPA es fijado por una entidad avaladora independiente, aceptada por la Superintendencia Financiera.

2.4. Casos especiales de OPA.

Aparte de la OPA obligatoria en virtud de la adquisición del veinticinco por ciento (25%) o más del capital con derecho a voto, o del incremento en un cinco por ciento (5%) o más por parte de un inversionista con un veinticinco por ciento (25%) o más del capital con derecho a voto, en la cual dicho inversionista actúa como único oferente, una OPA puede ser igualmente requerida en las siguientes circunstancias.



2.4.1. OPAs especiales de acuerdo con los oferentes.

Dentro de estos casos especiales se encuentran las denominadas ofertas competidoras y las ofertas concurrentes.

2.4.1.1. Ofertas competidoras.

Las ofertas competidoras son aquellas que se formulan sobre valores respecto de los cuales existe una OPA autorizada por la Superintendencia Financiera.

Estas ofertas deben cumplir con los mismos requisitos y seguir el mismo procedimiento general para una OPA. Sin embargo, además de esos requisitos, la OPA debe cumplir con los siguientes:

- i) El nuevo oferente OPA no puede conformar un mismo beneficiario real con el oferente de la OPA que está en curso.
- ii) El primer aviso de oferta debe ser publicado a más tardar dos (2) días hábiles antes del vencimiento del plazo para la recepción de las aceptaciones de la oferta precedente. El plazo para la recepción de aceptaciones de la oferta competidora empieza a contarse a partir del día siguiente a la fecha de publicación del primer aviso.
- iii) La oferta competidora no puede realizarse por un número de valores o un precio inferior al de la oferta precedente.

- iv) La oferta competidora debe ser mejor que la oferta precedente. Se entiende que la oferta competidora es mejor que la anterior oferta cuando:

- El precio de la contraprestación ofrecida sea superior en un cinco por ciento (5%) a la oferta anterior.
- El número de valores que se pretende adquirir sea superior en un cinco por ciento (5%), con respecto a la oferta anterior.
- Siendo el precio de la contraprestación ofrecida y el número de valores que se pretende adquirir igual a los de la oferta anterior, se requiere que el número mínimo de valores a que se condiciona la oferta sea inferior al de la oferta precedente.
- Si la oferta precedente ha previsto como contraprestación valores, la oferta competidora puede presentar como contraprestación dinero o valores. Si la oferta precedente ha previsto como contraprestación dinero, la oferta competidora sólo puede ofrecer dinero como contraprestación.
- Si la oferta precedente ha establecido el pago de contado, la oferta competidora debe establecer la misma forma de pago. Si la oferta precedente ha establecido el pago a plazo, la competidora debe establecer el pago en el mismo plazo o en un plazo menor.

Una vez publicado el primer aviso de la oferta competidora, las aceptaciones a las ofertas anteriores pueden ser revocadas.

Los primeros oferentes, por su parte, tienen tres opciones frente a la ocurrencia de una OPA competidora:

- i) Mantener la oferta tal y como se formuló inicialmente.
- ii) Desistir de la oferta, lo cual se debe anunciar por el mismo medio en que se publicó su aviso de oferta, con una antelación no inferior a cinco (5) días hábiles a la fecha de vencimiento del plazo para la recepción de aceptaciones.
- iii) Mejorar su oferta, de acuerdo con las reglas aplicables a la oferta competidora.

2.4.1.2. Ofertas concurrentes.

Las ofertas concurrentes son aquellas que son presentadas ante la Superintendencia Financiera estando en trámite de autorización otra solicitud de OPA sobre los mismos valores.

En este caso, se le da trámite a aquella cuyo precio ofrecido sea mayor, y, en caso de coincidir el precio ofrecido, prevalece la que se formule por un número mayor de valores.

Si son iguales las anteriores características, se da trámite a aquella que haya sido presentada primero.

2.4.2. OPAs especiales para determinadas operaciones.

Dentro de estos casos se encuentran las fusiones, adquisiciones de capital con derecho a voto superiores al noventa por ciento (90%) del emisor, la OPA para trasladar un valor del mercado principal al segundo mercado

y la OPA obligatoria de desliste. En estos casos el precio de la OPA es fijado por un avalador independiente autorizado por la Superintendencia Financiera.

2.4.2.1. OPA obligatoria en caso de fusión.

Quando, en virtud de una fusión, un inversionista adquiera o incremente su participación en el capital con derecho a voto de un emisor inscrito en la BVC en los porcentajes que hubieran obligado a realizar una OPA, debe formularse una OPA.

En este caso, el adquirente debe formular la OPA dentro de los tres (3) meses siguientes a la fecha en que se perfeccione la fusión, por una cantidad de valores al menos igual a la adquirida en dicha fusión.


2.4.2.2. OPA obligatoria en caso de adquisiciones superiores al noventa por ciento (90%) del capital con derecho a voto del emisor.

Esta OPA tiene lugar cuando un inversionista adquiera más del noventa por ciento (90%) del capital con derecho a voto de un emisor inscrito en la BVC, y uno o varios tenedores de valores que posean por lo menos el uno por ciento (1%) del capital con derecho a voto del respectivo emisor exijan que el adquirente realice una OPA por el saldo del capital con derecho a voto en circulación.

Esta solicitud puede realizarse por una sola vez dentro de los tres (3) meses siguientes a la adquisición por medio de la cual se superó dicho porcentaje, y el adquirente tiene un plazo de tres (3) meses, desde la presentación de la solicitud por los accionistas, para realizar la OPA.

2.4.2.3. OPA obligatoria de desliste.

En caso de cancelación voluntaria de la inscripción de un emisor en la BVC, los accionistas que aproba-



ron la cancelación tienen la obligación de realizar una OPA sobre las acciones de los accionistas ausentes o disidentes en dicha reunión, y sobre los bonos convertibles en acciones en circulación del emisor, la cual se regirá por las normas generales de las OPAs en cuanto resulte compatible. Esta OPA se sujeta a las normas generales sobre OPA y a las siguientes condiciones especiales:

- i) Debe formularse dentro de los tres (3) meses siguientes a la fecha de la asamblea en la cual se tomó la decisión de cancelación. Si lo anterior no se hace, se entiende que la decisión queda sin efecto.
- ii) En la convocatoria a la asamblea general de accionistas para tomar la decisión de desliste es necesario que se incluya expresamente dentro del orden del día (i) la decisión de la cancelación de las acciones en el Registro Nacional de Valores y Emisores, (ii) el derecho de retiro que pueden ejercer los socios ausentes o disidentes (el cual se explica más adelante) y (iii) la obligación que tienen los accionistas que voten a favor de la cancelación de realizar esta OPA frente a los accionistas ausentes o disidentes.
- iii) En caso que, una vez transcurridos los treinta (30) días siguientes a la fecha de la asamblea en la cual se tomó la decisión de desliste, ningún accionista manifieste su intención de realizar la OPA, todos los accionistas que votaron a favor de la cancelación estarán obligados a realizarla a prorrata de su participación. Para esto tienen un plazo de diez (10) días calendario para someter a

consideración de la Superintendencia Financiera un evaluador.

- iv) Se prohíbe a los accionistas que votaron a favor de la cancelación, negociar sus acciones en la BVC, y, en caso de hacerlo por fuera de ella en los eventos en que la ley lo permita, quedan obligados a informar de tal circunstancia a los potenciales adquirentes en la OPA obligatoria de desliste. En todo caso, si se enajenan las acciones de los accionistas que votaron a favor de la cancelación, no se transmitirá a los adquirentes el derecho de vender a la OPA de desliste.

Es necesario destacar que el derecho de retiro que tienen los accionistas de un emisor cuyas acciones se deslistan, regulado por la Ley 222 de 1995, es un procedimiento que no es equivalente a la OPA de desliste.

El derecho de retiro consiste en que, en los casos de transformación, fusión o escisión que conlleven a una mayor responsabilidad de los socios o que impliquen una desmejora de sus derechos patrimoniales, así como en caso de cancelación voluntaria de la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores o en la BVC, los socios ausentes o disidentes en la asamblea en la cual se haya adoptado la decisión, tienen la posibilidad de retirarse del emisor con el reembolso de sus aportes.

Para estos efectos, se entiende que existe una desmejora de los derechos patrimoniales de los socios, entre otros, en los siguientes casos: (i) cuando se disminuya el porcentaje de participación del socio en el capital de la sociedad; (ii) cuando se disminuya el valor patrimonial de la acción o se reduzca el valor nominal de la misma, siempre y cuando, en este caso, se produzca una disminución del capital; y (iii) cuando se limite o disminuya la negociabilidad de la acción.

Este derecho, cuyo procedimiento se describe en detalle en el capítulo sobre mecanismos de protección de los inversionistas, se distingue de la OPA de

desliste en las causas de ambas figuras, en el tipo de acto mediante el cual se hace efectiva cada una de ellas, y en sus efectos.

Con base en lo anterior, la tabla a continuación resume las principales diferencias entre el derecho de retiro y la OPA de desliste:

Tabla 24. Diferencias entre la OPA de desliste y el derecho de retiro.		
Aspecto diferenciador	OPA de desliste	Derecho de retiro
Causas.	Cancelación de la inscripción del emisor en la BVC.	Fusión que implique mayor responsabilidad o desmejora de los derechos patrimoniales.
		Transformación que implique mayor responsabilidad o desmejora de los derechos patrimoniales.
		Escisión que implique mayor responsabilidad o desmejora de los derechos patrimoniales.
		Cancelación del emisor de su inscripción en la BVC.
Carácter del acto mediante el cual se ejerce la figura.	Bilateral: implica realización de una oferta por parte de los accionistas que votaron a favor del desliste, y una venta de las acciones por parte de los accionistas ausentes o disidentes.	Unilateral: separación del emisor sin que se requiera acuerdo con los demás socios.
Efecto económico para el socio.	Compensación económica: compra de las acciones en la OPA de desliste.	Reembolso del capital.

3. MARTILLOS.

El martillo es un procedimiento público para la compra de valores promovido por el vendedor, el cual tiene lugar en la BVC. A continuación se describen los pasos fundamentales para la realización de un martillo. Este procedimiento requiere autorización previa de la Superintendencia de Industria y Comercio si así lo indican las normas de competencia.

- i) Los vendedores deben presentar solicitud escrita a la BVC para la enajenación de los valores objeto de venta, la cual tiene diez (10) días para aceptar o rechazar el encargo del martillo.
- ii) Si se acepta el encargo, la BVC debe informar dentro de los dos (2) días siguientes a las comisionistas miembros de la BVC, así como solicitar a la Superintendencia Financiera autorización para llevar a cabo el martillo. La Superintendencia Financiera tiene cinco (5) días hábiles para dar respuesta a la solicitud de autorización.
- iii) Una vez emitida la autorización por la Superintendencia Financiera, debe presentarse a la BVC el cuadernillo de venta para el martillo, con una anterioridad mínima de diez (10) días hábiles respecto a la fecha de publicación del primer aviso. El cuadernillo de venta igualmente debe enviarse a la Superintendencia Financiera con una antelación mínima de cinco (5) días respecto a la fecha de publicación del primer aviso.
- iv) Después de ser aprobado por la BVC el cuadernillo de venta, y no presentándose objeción del mismo por parte de la Superintendencia Financiera, se publican tres avisos sucesivos del martillo en un diario de amplia circulación nacional y en el boletín diario de la BVC, los cuales deben tener un intervalo mínimo de cinco (5) días hábiles.
- v) El presidente del martillo debe radicar en la Superintendencia Financiera el proyecto de aviso. La Superintendencia tiene un plazo de cinco (5) días hábiles contados a partir de la fecha de radicación para efectuar las observaciones que considere pertinentes.
- vi) Una vez emitida la autorización por la Superintendencia Financiera, debe presentarse a la BVC el cuadernillo de venta para el martillo, con una anterioridad mínima de diez (10) días hábiles respecto a la fecha de publicación del primer aviso. El cuadernillo de venta igualmente debe enviarse a la Superintendencia Financiera con una antelación mínima de cinco (5) días respecto a la fecha de publicación del primer aviso.
- vii) La negociación bursátil de los valores objeto del remate se suspende desde la fecha de presentación del aviso a la Superintendencia Financiera hasta el día siguiente a la primera publicación.
- viii) El vendedor debe dejar los valores a disposición de la BVC, bajo condición de ser transferidos a los adjudicatarios, a más tardar en la fecha de publicación del último aviso del martillo.
- ix) Efectuados los tres avisos, los postores interesados deben constituir a favor de la BVC, a más tardar el día hábil inmediatamente anterior a la fecha en que deba realizarse el martillo, una garantía de su postura.

x) Las garantías admisibles para participar en martillos son similares a las exigidas para participar como oferente en una OPA, las cuales comprenden las siguientes:

- Un depósito en moneda legal colombiana consignado en la cuenta corriente bancaria de la BVC.
- Una garantía bancaria o una carta de crédito (*stand-by*), cuyo beneficiario sea la BVC, expedida por un banco local o por un banco del exterior que tenga la calificación requerida en el aviso de celebración del martillo. Una y otra deben ser pagadas a su primer requerimiento.

- Cesión irrevocable a favor de la BVC de derechos en carteras colectivas administradas por sociedades fiduciarias en la forma y términos que se establezca en los instructivos operativos del martillo.

- Cesión irrevocable a favor de la BVC de derechos en carteras colectivas administrados por comisionistas de bolsa en donde la comisionista de bolsa administradora de la cartera colectiva debe ser distinta de la comisionista que presenta la garantía, en la forma y términos que se establezca en los instructivos operativos del martillo.

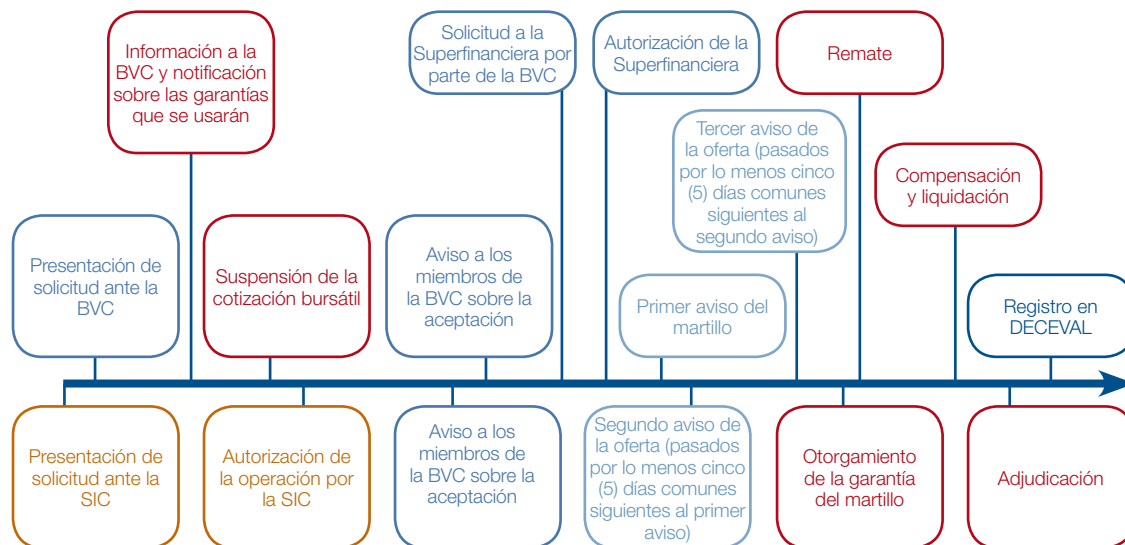
Una vez agotado lo anterior, se procede a realizar el martillo en la BVC, y, posteriormente, se hará la compensación y liquidación de la operación, así como el registro en DECEVAL del nuevo propietario de los valores.

Es necesario tener en cuenta que, de acuerdo con el Decreto 1802 de 2007, se considera que se obstaculiza la libre concurrencia en el mercado la participación en cualquier forma de compraventas de valores en las que los elementos esenciales de la operación sean acordados previamente, o en las que una o varias personas hayan asumido una obligación previa de hacer postura por todos o parte de los valores ofrecidos o demandados, cuando las respectivas compraventas se realicen a través de los martillos que se efectúen en la BVC.

De acuerdo con lo anterior, la siguiente tabla describe un cronograma aproximado de la forma en que se desarrolla un martillo en su etapa previa a la operativa:



Gráfica 17. Procedimiento básico de un martillo



4. Ofertas de democratización.

Las ofertas de democratización son aquellas en las cuales el controlante de un emisor ofrece, en condiciones que permitan la masiva participación en la propiedad accionaria, una parte o la totalidad de las acciones que posee, utilizando procedimientos para la venta que garanticen amplia publicidad y libre concurrencia, tales como campañas publicitarias a través de medios masivos.

Para que proceda la oferta de democratización es necesario que:

- i) Las acciones que se ofrezcan estén inscritas en la BVC con una antelación no inferior de seis (6) meses a la fecha de la operación.

- ii) Las acciones estén libres de gravámenes, limitaciones de dominio y de cualquier demanda o pleito pendiente que pueda afectar la propiedad o su negociabilidad.

Para efectos de las ofertas de democratización aplican las presunciones de subordinación previstas en el Código de Comercio, las cuales comprenden las siguientes:

- i) Cuando más del cincuenta por ciento (50%) del capital pertenece a otra entidad, denominada matriz, ya sea directamente o por intermedio de sus subordinadas, o de las subordinadas de éstas. Para tal efecto, no se computan las acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto.

- ii) Cuando la matriz y sus subordinadas tengan conjunta o separadamente la capacidad de emitir los votos constitutivos de la mayoría mínima decisoria en la junta de socios o en la asamblea, o tengan el número de votos necesario para elegir la mayoría de miembros de la junta directiva.
- iii) Cuando la matriz, directamente o por intermedio, o con el concurso de las subordinadas, en razón de un acto o negocio con la sociedad controlada o con sus socios, ejerza influencia dominante en las decisiones de los órganos de administración de la sociedad.

Para adelantar ofertas de democratización deben cumplirse las siguientes etapas:

- i) Solicitar autorización a la Superintendencia Financiera para la realización de la oferta. La Superintendencia Financiera tiene cinco (5) días hábiles, contados a partir del día hábil siguiente a la fecha de radicación de la solicitud, para efectuar las observaciones que considere pertinentes.

- ii) Informar al público la realización de la oferta mediante avisos que deben publicarse por lo menos tres (3) veces, con intervalos no menores de cinco (5) días comunes. La publicación del aviso de oferta debe realizarse dentro de los cinco (5) días siguientes a aquel en que venza el plazo de la Superintendencia Financiera para formular observaciones. En el evento en que la Superintendencia haya formulado objeciones o solicitudes de aclaración, el término para la publicación del aviso debe contarse a partir de la fecha en que la Superintendencia manifieste su autorización al proceso.

El plazo durante el cual se debe mantener la oferta no puede exceder de tres (3) meses.

- iii) Surtido lo anterior, la enajenación de los valores puede darse mediante las ruedas de negociación ordinarias de la BVC, o bien mediante las ruedas de negociación especiales que autorice la Superintendencia Financiera.

Separador Capítulo IV
PROTECCIÓN DE LOS
INVERSIONISTAS

Separador Capítulo IV
PROTECCIÓN DE LOS
INVERSIONISTAS

Capítulo IV

Protección de los inversionistas

Este capítulo se refiere a (i) las reglas sobre gobierno corporativo particulares del mercado de valores, y (ii) otros mecanismos especiales de protección de los inversionistas en el mercado de valores.

1. Gobierno corporativo.

El concepto de gobierno corporativo se refiere al conjunto de mecanismos adoptados al interior de un emisor para propiciar que sus administradores ejecuten sus funciones maximizando el valor del emisor y, por lo tanto, el rendimiento esperado por los inversionistas.

En el contexto internacional, gran parte de los estándares de gobierno corporativo aplicable a emisores de valores están recogidos en los Principios de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) para Gobierno Corporativo, expedidos en 1999 y revisados en 2003. Este documento agrupa en tres grupos los principios básicos de gobierno corporativo aplicable a emisores:

- i) Derechos de los inversionistas.
- ii) Principios para el trato equitativo de los inversionistas.
- iii) Derechos de terceros con intereses en el emisor (*stakeholders*).
- iv) Principios para la revelación de información y transparencia.
- v) Principios sobre la responsabilidad de la junta directiva.

Así mismo, el denominado *White Paper* sobre Gobierno Corporativo para América Latina, expedido por la OCDE, contiene recomendaciones específicas para la región en materia de los temas a que se refieren los Principios de la OCDE para Gobierno Corporativo.

En Colombia, la mayor parte de los estándares contenidos en los Principios de la OCDE y en el *White Paper* sobre Gobierno Corporativo para América Latina de la OCDE están contenidos de manera general para todo tipo de sociedades comerciales en el Código de Comercio.

Sin embargo, en este capítulo se hace referencia únicamente a los estándares de Gobierno Corporativo que están dirigidos a emisores de valores. Estos estándares comprenden: (i) reglas aplicables a juntas directivas, (ii) reglas sobre comités de auditoría, y (iii) reglas sobre códigos de buen gobierno.

1.1. Estándares de gobierno corporativo sobre juntas directivas.

La Ley 964 de 2005 establece que la junta directiva de los emisores de valores debe estar integrada por un mínimo de cinco (5) y un máximo de diez (10) miembros principales, de los cuales por lo menos el veinticinco por ciento (25%) debe tener la calidad de independientes, así como sus respectivos suplentes. Además, el representante legal del emisor no puede desempeñarse como presidente de la junta directiva.

Para efectos de lo anterior, se entiende que un miembro de junta directiva es independiente si no tiene ninguna de las siguientes calidades:

Tabla 25. Casos en los cuales un miembro de junta directiva no se considera independiente.	
Personas al interior del emisor que no se consideran independientes.	Empleado o directivo del emisor o de alguna de sus filiales, subsidiarias o controlantes, incluyendo aquellas personas que hayan tenido esa calidad durante el año inmediatamente anterior a la designación, salvo que se trate de la reelección de una persona independiente.
	Accionistas que por su participación en el capital o en virtud de convenio dirijan, orienten o controlen la mayoría de los derechos de voto del emisor o determinen la composición mayoritaria de los órganos de administración, dirección o control de la misma.
Personas externas al emisor que no se consideran independientes.	Socios o empleados de asociaciones o sociedades que presten servicios de asesoría o consultoría al emisor o a las empresas que pertenezcan al mismo grupo económico del cual forme parte éste, cuando los ingresos por dicho concepto representen para aquellos el veinte por ciento (20%) o más de sus ingresos operacionales.
	Empleado o directivo de una fundación, asociación o sociedad que reciba donativos significativos del emisor. Se consideran donativos significativos aquellos que representen más del veinte por ciento (20%) del total de donativos recibidos por la respectiva institución.
	Administrador de una entidad en cuya junta directiva participe un representante legal del emisor.
	Persona que reciba del emisor alguna remuneración diferente de los honorarios como miembro de la junta directiva, del comité de auditoría o de cualquier otro comité creado por la junta directiva.

Para elegir a los miembros independientes de la junta directiva de emisores de valores, deben seguirse las siguientes reglas:

- i) La asamblea general de accionistas debe llevar a cabo dos votaciones: una para elegir a los miembros independientes exigidos legal o estatutariamente, y la otra para la elección de los demás miembros.
- ii) No obstante lo anterior, la elección de la totalidad de los miembros de la junta directiva se puede llevar a cabo en una sola votación cuando se cumpla cualquiera de las siguientes condiciones: (i) cuando se asegure que se logrará el número mínimo de miembros independientes exigido legal o estatutariamente, (ii) cuando los estatutos del emisor hayan previsto que todos los miembros de la junta directiva deben tener la calidad de independientes, o (iii) cuando sólo se presente una lista que incluya el número mínimo de miembros independientes exigidos legal o estatutariamente.
- iii) Las listas deben presentarse por escrito al secretario de la asamblea y acompañarse de: (i) la comunicación escrita de cada candidato en la cual manifieste su aceptación para ser incluido en la correspondiente lista, y (ii) en el caso de listas de miembros independientes, la comunicación escrita de cada candidato en la cual manifieste que cumple con los requisitos de independencia de la Ley 964 de 2005.

- iv) Las elecciones se llevan a cabo mediante el sistema del cociente electoral, no obstante en los estatutos se puede establecer un sistema diferente de votación, una vez el mismo sea regulado por el Gobierno Nacional. Estos sistemas distintos del cociente electoral sólo son válidos si con su aplicación los accionistas minoritarios aumentan el número de miembros de junta directiva que podrían elegir con el sistema de cuociente electoral.

El sistema de cuociente electoral para miembros de junta directiva está previsto por el Código de Comercio, y sigue el siguiente procedimiento:

- i) El cuociente electoral se determina dividiendo el número total de votos emitidos por el número de personas que vayan a elegirse.
- ii) El escrutinio inicia por la lista que haya obtenido mayor número de votos y así sucesivamente en orden descendente.
- iii) De cada lista se declaran elegidos tantas personas cuantas veces quepa el cuociente entre el número de votos emitidos por esa lista, y si quedan puestos por proveer, éstos corresponderán a los residuos más altos, escrutándolos en orden descendente.
- iv) En caso de empate de los residuos, se decide aleatoriamente.

El siguiente ejemplo ilustra el procedimiento de elección por cuociente electoral. En este ejemplo, existen tres listas de candidatos a miembros de juntas directivas, con los siguientes votos a su favor:

Tabla 26.1. Sistema de cuociente electoral.	
Lista A	80.000 votos
Lista B	50.000 votos
Lista C	40.000 votos

Suponiendo que existen 8 puestos por proveer en la junta directiva, el cuociente electoral es de $170.000/8 = 21.250$. Por lo tanto, los siguientes son los números de candidatos que se eligen por cada lista:

Tabla 26.2. Sistema de cuociente electoral.			
Lista	Votos	Miembros que elige	Residuo
Lista A	80.000	3	16250
Lista B	50.000	2	7500
Lista C	40.000	1	18750
Total	170.000	6	

De acuerdo con los residuos mayores, los miembros restantes se eligen de la siguiente forma:

Tabla 26.3. Sistema de cuociente electoral.		
Lista	Elección por residuo	Miembros elegidos en total
Lista A	1	4
Lista B	-	2
Lista C	1	2
Total	2	8

1.2. Estándares de gobierno corporativo sobre comités de auditoría.

Los comités de auditoría, creados por la Ley 964 de 2005, son órganos que deben incorporar los emisores de valores dentro de su estructura y ser regulados en sus estatutos, los cuales tienen por objeto supervisar que la preparación, presentación y revelación de la información financiera se ajuste a lo dispuesto en la ley.

Aunque el funcionamiento del comité de auditoría debe estar regulado por los estatutos del emisor, tal regulación estatutaria debe someterse en todo caso a las siguientes reglas:

- i) El comité se integra mínimo con tres (3) miembros de la junta directiva, incluyendo todos los independientes, y el presidente del comité debe ser un miembro independiente. Además, el comité debe contar con la presencia del revisor fiscal del emisor, quien tiene voz pero no voto.

- ii) Las decisiones del comité se adoptan por mayoría simple.
- iii) Los estados financieros del emisor no pueden ser presentados a consideración de la junta directiva ni de la asamblea general de accionistas sin haber sido presentados al comité.
- iv) El comité debe reunirse por lo menos cada tres (3) meses, y sus decisiones deben constar por escrito mediante actas.

1.3. Estándares de gobierno corporativo sobre códigos de buen gobierno.

Los códigos de buen gobierno son normas incorporadas al interior de los emisores con el fin de regular el funcionamiento de los directivos, administradores y revisores fiscales, y particularmente propiciar que el ejer-

cicio de las funciones de dichas personas se encamine a maximizar el valor del emisor como un todo.

En Colombia, con la Resolución 275 de 2001, se dispuso que los emisores de valores en los cuales invirtieran los fondos de pensiones y cesantías tendrían la obligación de adoptar un código de buen gobierno. Este código debía cumplir con los requisitos mínimos de protección de los accionistas, administradores y directivos, control interno y divulgación sobre prácticas de gobierno corporativo que previeran dicha Resolución. Sin embargo, esta Resolución fue derogada por la Circular 55 de 2007, expedida por la Superintendencia Financiera.

Actualmente, aunque los emisores de valores no tienen la obligación de adoptar un código de buen gobierno, la Superintendencia Financiera, mediante la Circular 28 de 2007, expidió el denominado Código País, el cual compila un conjunto de recomendaciones de prácticas de gobierno corporativo para emisores tanto del sector real como del financiero, partiendo de la participación integrada de inversionistas, emisores, proveedores de infraestructura y supervisores.

Las recomendaciones del Código País son de adopción voluntaria, no obstante si las mismas no son observadas, el emisor debe informar tal hecho a la Superintendencia Financiera. De forma opcional, el emisor puede así mismo informar los motivos de su incumplimiento.

Adicionalmente, los fondos de pensiones y cesantías están obligados a ponderar el riesgo que implica invertir en emisores que no se sujeten a los estándares del Código País.

Con relación a este Código, la tabla a continuación resume sus principales características:



Tabla 27. Principales aspectos del Código País.

Ámbito de aplicación.	<p>El Código País es aplicable a todos los emisores inscritos o que tengan valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, excepto:</p> <ul style="list-style-type: none"> - La Nación. - Los patrimonios autónomos fiduciarios. - Las universalidades de la Ley 546 de 1999. - Las entidades territoriales a que se refiere el artículo 286 de la Constitución Política. - Los organismos multilaterales de crédito. - Los gobiernos extranjeros y las entidades públicas extranjeras. - Las sucursales de sociedades extranjeras y las entidades extranjeras.
Alcance.	<p>El Código País se expidió bajo un principio moderado de “cumpla o explique”. De acuerdo con el mismo, las recomendaciones del Código País son de adopción voluntaria para los emisores de valores, no obstante lo cual éstos están obligados a informar a la Superintendencia Financiera si se da cumplimiento o no a tales estándares, mediante el diligenciamiento y envío anual a la Superintendencia Financiera de la encuesta de mejores prácticas corporativas.</p> <p>En caso de no darse cumplimiento a las recomendaciones del Código País, es opcional explicar los motivos de este hecho.</p>
Estructura.	<p>Las recomendaciones contenidas en el Código se refieren a los siguientes temas:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Asamblea general de accionistas. Se dirige principalmente a establecer procedimientos tendientes a facilitar la participación de los accionistas en las asambleas y la comprensión de los temas por tratar. Estas recomendaciones aplican tanto para reuniones de asamblea ordinaria como para reuniones de asamblea extraordinaria. - Junta directiva. Las recomendaciones en este tema se dirigen a propiciar que la junta sirva como enlace entre el emisor y los inversionistas, que se garantice el trato equitativo entre éstos, que se garantice la calidad de la información que la compañía revela al mercado, y que se cumplan las disposiciones vigentes en materia de Gobierno Corporativo. En este sentido, el Código País contiene recomendaciones en materia de (i) tamaño, conformación y funciones de la junta directiva, (ii) derechos y deberes de los miembros de la junta directiva, y (iii) funcionamiento de la junta directiva. - Revelación de información financiera y no financiera. Contiene recomendaciones encaminadas a facilitar la solicitud de información por los inversionistas, divulgar la información al mercado, y garantía de la independencia del revisor fiscal. - Solución de controversias. Sobre este tema se recomienda que se den a conocer a los inversionistas los medios de solución de controversias con que cuentan. Así mismo, se recomienda que el emisor adopte para la solución de conflictos que se presenten entre él y los inversionistas, entre los inversionistas y administradores, y entre los inversionistas, la vía de arreglo directo y, en todo caso, que se prevea una forma alternativa de solución.

2. Otros mecanismos de protección de los inversionistas.

La Ley 964 de 2005, acogiendo las recomendaciones de la Organización Internacional de Comisiones de Valores – IOSCO, incluye como principio general de la regulación del mercado de valores la protección de los inversionistas.

En desarrollo de este principio, según se señaló, la Ley 964 de 2005, así como las normas que la desarrollan, establecen estándares mínimos de gobierno corporativo para emisores en lo relacionado con la forma de elección de miembros de junta directiva, la inclusión de miembros independientes y la constitución de comités de auditoría.

Así mismo, tanto la legislación comercial como la legislación de valores contemplan estándares relativos a los derechos de los suscriptores de acciones inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores, derechos de los tenedores de bonos, normas sobre conflictos de interés e información privilegiada, regulación de las conductas que se consideran contrarias a los sanos usos y prácticas del mercado, y prohibiciones de los emisores de valores de realizar cierto tipo de prácticas que pueden afectar negativamente los derechos de los accionistas.

A continuación se describen los principales mecanismos de protección de los inversionistas previstos en la legislación colombiana distintos de los estándares propios de gobierno corporativo, los cuales fueron descritos en el capítulo sobre ese tema.

2.1. Procedimiento especial para la protección de accionistas minoritarios.

La Ley 446 de 1998 establece un procedimiento jurisdiccional especial para la protección de los accionistas minoritarios por parte de la Superintendencia Financiera, el cual tiene vigencia en cualquier caso en que los derechos de los accionistas han sido lesionados por la asamblea de accionistas, la junta directiva o los representantes legales del emisor.

El procedimiento se inicia únicamente a solicitud de las personas interesadas y requiere que el demandado sea un emisor de valores, que el demandante represente por lo menos el diez por ciento (10%) de las acciones en circulación del emisor y que el demandante no tenga representación dentro de la administración del mismo.

Para que la demanda sea admitida, es necesario que previamente se haya acudido a los representantes legales y miembros de junta directiva del emisor, cuando la decisión sea tomada por la asamblea general de accionistas, o bien a dicha asamblea cuando la decisión haya sido tomada por el representante legal o los miembros de junta directiva.

Como complemento de lo anterior, los administradores, los revisores fiscales y los socios ausentes o disidentes pueden impugnar las decisiones de la asamblea general de accionistas cuando las mismas no se ajusten a determinada norma o a los estatutos.

Esta impugnación únicamente puede ser promovida dentro de los dos meses siguientes a la fecha de la reunión en la cual sean adoptadas las decisiones, a menos que se trate de acuerdos o actos de la asamblea que deban ser inscritos en el registro mercantil,

caso en el cual los dos meses se cuentan a partir de la fecha de la inscripción.

2.2. Derechos de los tenedores de bonos.

Con el fin de garantizar la efectividad de los derechos de los tenedores de bonos, la Resolución 400 de 1995 prevé las siguientes garantías específicas:

- i) El emisor debe contratar un representante legal de los tenedores de bonos, quien debe revisar el cumplimiento del prospecto y actuar como vocero y mandatario en defensa de los intereses de los tenedores de bonos.
No obstante lo anterior, los tenedores pueden ejercitar individualmente las acciones que les correspondan, siempre y cuando no contradigan las decisiones de la asamblea general de los tenedores de bonos y el representante no las haya iniciado.
- ii) La asamblea de tenedores, con el voto favorable de dos o más tenedores que representen al menos el ochenta por ciento (80%) del capital de los bonos emitidos, puede aprobar las modificaciones a las condiciones de los bonos. Estas modificaciones a las condiciones del crédito igualmente deben ser autorizadas por la asamblea general de accionistas, la junta directiva o el órgano equivalente del emisor.
- iii) El emisor no puede repartir dividendos entre sus accionistas en caso de no haber pagado el capital o intereses de los bonos. En los casos de insolvencia o disolución del emisor antes del plazo de

los bonos, éstos se harán exigibles por su valor nominal más los intereses respectivos. Así mismo, en caso de disolución anticipada, los tenedores de bonos convertibles en acciones tienen la facultad de solicitar la conversión anticipada de los bonos en acciones.

- iv) El emisor no puede, durante la vigencia de la emisión, cambiar su objeto social, escindirse, fusionarse, transformarse o disminuir su capital con reembolso efectivo de aportes, a menos que lo autorice la asamblea de tenedores con la mayoría necesaria para aprobar la modificación de las condiciones del crédito.

A pesar de lo anterior, el emisor lo puede hacer, sin la autorización de los tenedores de bonos, cuando previamente ofrezca a los tenedores de bonos ordinarios una de las siguientes opciones: (i) el reembolso del crédito; (ii) el reemplazo de los bonos originales por otros con características idénticas emitidos por el nuevo emisor, siempre y cuando las condiciones financieras de ésta sean similares o superen las del emisor, a juicio de la Superintendencia Financiera; o (iii) una garantía satisfactoria a juicio de la Superintendencia Financiera, la cual debe cubrir el monto del capital e intereses proyectados para la vigencia del crédito. En el caso particular de bonos convertibles en acciones o con cupones de suscripción, el emisor debe ofrecer al tenedor las siguientes opciones: la conversión anticipada de los bonos, la suscripción de las acciones o el reembolso del empréstito, salvo cuando la decisión ha sido aprobada por el 80% de los tenedores.

Los tenedores que no consientan en ninguna de las anteriores opciones conservan sus derechos contra el emisor, la absorbente o la nueva sociedad,

según sea el caso. Adicionalmente, si se trata de bonos convertibles en acciones, la conversión requiere autorización por parte de la Superintendencia Financiera.

2.3. Conflictos de interés e información privilegiada.

La información privilegiada se define como aquella que está sujeta a reserva, así como la que no ha sido dada a conocer al público existiendo deber para ello. Igualmente se entiende que es privilegiada 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 al negociar los respectivos valores.

Además de considerarse una infracción administrativa, el uso indebido de información privilegiada constituye un delito conforme al Código Penal colombiano. De acuerdo con este Código, el que utilice información conocida por razón de su profesión u oficio, para obtener para sí o para un tercero, provecho mediante la negociación de determinada acción, valor o instrumento registrado en el Registro Nacional de Valores y Emisores, siempre que dicha información no sea de conocimiento público, incurrirá en multa.

Por conflicto de interés, por su parte, se entiende la situación en la cual una persona, en razón de su actividad, se enfrenta a distintas alternativas de conducta con relación a intereses incompatibles, no pudiendo privilegiar ninguno de ellos en atención a sus obligaciones legales o contractuales. A título enunciativo, la Resolución 1200

de 1995 dispone que una conducta implica conflicto de interés cuando:

- i) Conlleve a la escogencia entre la utilidad propia y la de un cliente.
- ii) La situación conlleve a la escogencia entre la utilidad de un tercero vinculado al agente y un cliente.
- iii) La situación conlleve a la escogencia entre la utilidad de la cartera colectiva que se administra y la de otro cliente o la propia.
- iv) La situación conlleve a la escogencia entre la utilidad de una operación y la transparencia del mercado.

Al igual de la utilización indebida de información privilegiada, actuar bajo situaciones que supongan conflictos de interés se considera una infracción administrativa.

2.4. Prácticas ilegales y sanos usos del mercado.

Con el mismo objetivo de proteger a los inversionistas y generar la confianza del público en el mercado, la Superintendencia Financiera ha establecido las prácticas que se consideran ilegales y/o contrarias a los sanos usos y prácticas del mercado de valores.

Se consideran prácticas ilegales las siguientes:

- i) El encargo u otorgamiento de facultades por parte de comisionistas de bolsas a terceros para la ejecución de operaciones de intermediación, cuando eso implica la pérdida de la autonomía y discrecionalidad de la comisionista.

- ii) La utilización de las comisionistas de bolsa de cualquier figura que permita a una persona asumir parcial o totalmente los riesgos financieros a los que se exponen en desarrollo de las operaciones por cuenta propia y con recursos propios. De esta forma, las comisionistas deben gestionar y asumir todos los riesgos propios de las operaciones por cuenta propia y con recursos propios, y, por lo tanto, los resultados económicos derivados de dichas operaciones no pueden corresponder a personas distintas de las comisionistas de bolsa, quienes deben reflejarlos en sus sistemas de información tan pronto como sucedan.

No obstante, la utilización por parte de las comisionistas de bolsa de formas de remuneración variable, de acuerdo con los resultados de las operaciones por cuenta propia o con recursos propios, no constituye por sí misma una práctica autorizada o insegura.

- iii) El ejercicio de la representación legal de los intermediarios de valores para el desarrollo de las operaciones de intermediación por parte de una persona jurídica.
- iv) El ofrecimiento o garantía de una rentabilidad específica sobre la inversión que va a realizar el cliente para el desarrollo de las actividades de administración de portafolios de terceros y de contratos de comisión. Así mismo, se prohíbe ofrecer una rentabilidad fija o mínima en la administración de fondos, salvo que la normatividad expresamente lo autorice.

- v) El ejercicio de las funciones de representante legal, miembro de junta directiva y revisor fiscal sin que haya habido posesión por la Superintendencia Financiera.

- vi) La utilización de activos de los clientes para realizar o garantizar operaciones de otros clientes o actividades propias de la entidad vigilada por la Superintendencia Financiera, excepto cuando la regulación aplicable lo autorice o cuando exista consentimiento expreso y escrito del cliente.

Por otra parte, se consideran prácticas contrarias a los sanos usos del mercado las siguientes:

- i) Participar en cualquier forma en compraventas de valores en las que cualquiera de las condiciones de la operación sea acordada previamente, o en las que una o varias personas hayan asumido una obligación previa de hacer postura por todos o por parte de los valores ofrecidos o demandados, cuando las respectivas compraventas se realicen: (i) en los sistemas o módulos transaccionales de la BVC o de los sistemas centralizados de operaciones o de los sistemas centralizados de información para transacciones; o, (ii) en el mercado secundario, como resultado de ofertas públicas sobre acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones, incluyendo las que se realicen a través de los remates, martillos o subastas que se efectúen en la BVC.

A pesar de lo anterior, no se considera que se obstaculice la libre concurrencia y la interferencia de otros participantes del mercado, acordar previamente los elementos esenciales de una operación sobre acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones, siempre que se informe, por comunicación escrita dirigida a la Superintendencia Financiera, a la BVC o al sistema de negociación en el que haya de efectuarse la respectiva operación,

de todas las condiciones del acuerdo previo, con por lo menos un (1) mes de anterioridad.

En el mercado de renta fija no se considera que se afecte la libre concurrencia cuando los participantes en los sistemas de negociación de valores de renta fija, de forma previa a la celebración de la operación sobre valores, revelen la información relativa a los elementos de la misma.

Estas excepciones, sin embargo, no aplican para el caso de martillos, dado que en esos eventos, de acuerdo con el Decreto 1802 de 2007, se considera que se obstaculiza la libre concurrencia en

el mercado la participación en cualquier forma de compraventas de valores en las que los elementos esenciales de la operación sean acordados previamente, o en las que una o varias personas hayan asumido una obligación de hacer postura por todos o parte de los valores ofrecidos, sin que se establezca que la información al mercado subsane esta situación.

- ii) Realizar, colaborar o participar de cualquier forma con transacciones u otros actos relacionados que tengan como objetivo o resultado: (i) afectar la libre formación de los precios en el mercado de valores; (ii) manipular el precio o la liquidez de determinado valor; (iii) aparentar ofertas o demandas de valores; (iv) disminuir, aumentar, estabilizar o mantener, artificialmente, el precio o la oferta o la demanda de determinado valor; (v) obstaculizar la posibilidad de otros para interferir ofertas sobre valores; (vi) hacer fluctuar artificialmente la cotización de determinado valor.

2.5. Saneamiento.

Con el fin de proteger los derechos de los accionistas de emisores de valores en lo relacionado con la representación de los mismos en las asambleas de accionistas, la extinta Superintendencia de Valores ordenó suspender las siguientes conductas, por considerar que constituían una violación de las disposiciones comerciales en materia de representación de accionistas. Así mismo, ordenó a los administradores de valores adoptar las medidas correctivas o de saneamiento que se mencionan a continuación:



Tabla 28. Medidas de saneamiento bursátil.

Conductas consideradas como contrarias a los derechos de representación de los accionistas.	Incentivar, promover o sugerir a los accionistas el otorgamiento de poderes donde no aparezca definido el nombre del representante para las asambleas de accionistas de los respectivos emisores.
	Recibir de los accionistas poderes para las reuniones de asamblea, en los cuales no aparezca definido el nombre del respectivo representante.
	Admitir como válidos poderes conferidos por los accionistas sin cumplir los requisitos establecidos en el Código de Comercio para participar en asambleas de accionistas.
	En el caso de las personas que por estatutos ejerzan la representación legal del emisor, de los liquidadores, y de los demás funcionarios del emisor, las siguientes conductas:
	<ul style="list-style-type: none"> i) Sugerir o determinar el nombre de quienes actuarán como apoderados en las asambleas a los accionistas. ii) Recomendar a los accionistas que voten por determinada lista. iii) Sugerir, coordinar o convenir con cualquier accionista o con cualquier representante de accionistas la presentación en la asamblea de propuestas que han de someterse a su consideración. iv) Sugerir, coordinar o convenir con cualquier accionista o con cualquier representante de accionistas la votación a favor o en contra de cualquier proposición que se presente en la misma.
Medidas obligatorias de saneamiento por parte de los administradores de emisores de valores.	Los administradores deben devolver a sus poderdantes los poderes que contravengan las disposiciones legales.
	Los administradores deben informar a los accionistas que los poderes no pueden conferirse a personas vinculadas directa o indirectamente con la administración o con los empleados del emisor.
	Los administradores no pueden recibir poderes especiales antes de la convocatoria por medio de la cual se informen los asuntos a tratar en la asamblea respectiva.
	Los administradores deben adoptar todas las medidas necesarias para que los funcionarios del emisor obren con neutralidad frente a los distintos accionistas.
	Los administradores deben, previa a la celebración de la asamblea de accionistas, adoptar todas las medidas apropiadas y suficientes para garantizar la participación efectiva de los accionistas en la asamblea y el ejercicio de sus derechos políticos.
	Las juntas directivas de los emisores están obligadas a establecer por escrito medidas orientadas a asegurar el cumplimiento de las normas mencionadas sobre saneamiento. Tales medidas deben estar dirigidas a los representantes legales, administradores y demás funcionarios del emisor, de modo que éstos den un trato equitativo a todos los accionistas del mismo.

Separador Capítulo V

AUTORREGULACIÓN

Separador Capítulo V

AUTORREGULACIÓN

En este capítulo se hace referencia a (i) los aspectos generales de la autorregulación, (ii) las entidades autorizadas para ejercer las funciones de autorregulación y (iii) a las relaciones que se presentan entre los organismos de autorregulación con las autoridades estatales.

1. Aspectos generales de la autorregulación.

La autorregulación consiste en el ejercicio de la facultad que tiene un sector económico de regularse a sí mismo. La autorregulación en el mercado de valores es actualmente ejercida por el Autorregulador del Mercado de Valores – AMV, y se dirige particularmente a los intermediarios del mercado habilitados por la ley para actuar como tales, así como las personas naturales vinculadas a ellos. De hecho, ningún organismo de autorregulación puede aceptar como uno de sus miembros (entidades sujetas a autorregulación) a una persona jurídica o natural que no se encuentre registrada como intermediario en el mercado de valores.

No obstante lo anterior, las personas naturales vinculadas a un intermediario de valores que se haya inscrito a un organismo autorregulador, están sujetas a las normas disciplinarias, aun cuando tales personas no se en-

cuentren inscritas previamente en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores.

De acuerdo con la Ley 964 de 2005, la autorregulación en el mercado de valores implica el ejercicio de tres tipos de funciones:

- i) Función normativa. Consiste en la reglamentación de la intermediación en el mercado de valores, sujeta a las normas expedidas por las autoridades públicas competentes. Los organismos autorreguladores deben adoptar un reglamento que debe ser previamente autorizado por la Superintendencia Financiera, es de obligatorio cumplimiento y se presume conocido por quienes se encuentran sometidos al mismo.
- ii) Función de supervisión. Consiste en la verificación del cumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación.
- iii) Función disciplinaria. Consiste en la imposición de sanciones por el incumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación. Los procesos y acciones disciplinarias se pueden iniciar frente a los intermediarios y frente a sus funcionarios.

En desarrollo de esta función, los organismos de autorregulación deben 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, decidir sobre las sanciones disciplinarias aplicables, e informar a la Superintendencia Financiera sobre las decisiones adoptadas en materia disciplinaria.

Cuando haya lugar a un proceso disciplinario, el organismo de autorregulación que ejerza las funciones disciplinarias debe formular los cargos, notificar al miembro y dar la oportunidad para ejercer el derecho de defensa, así como llevar un registro de la actuación.

Todo proceso disciplinario debe estar soportado por: (i) la conducta que se considera como una infracción, (ii) la norma del mercado de valores o del reglamento del autorregulador que se incumplió, y (iii) en caso de que exista, la sanción impuesta y la razón de la misma.

Las pruebas recaudadas por quien ejerza funciones disciplinarias pueden ser trasladadas a la Superintendencia Financiera, para que ésta ejerza la facultad sancionatoria que le corresponde si hay lugar a ello. Igualmente, las pruebas recaudadas por la Superintendencia Financiera pueden trasladarse a quien ejerza funciones disciplinarias.

La autorregulación no se considera función pública, según lo prevé la Ley 964 de 2005. Lo anterior implica

que quienes integran los organismos de autorregulación no están sujetos al régimen disciplinario aplicable a los funcionarios públicos ni, en general, las normas que regulan la función pública.

2. Organismos autorizados para ejercer actividades de autorregulación.

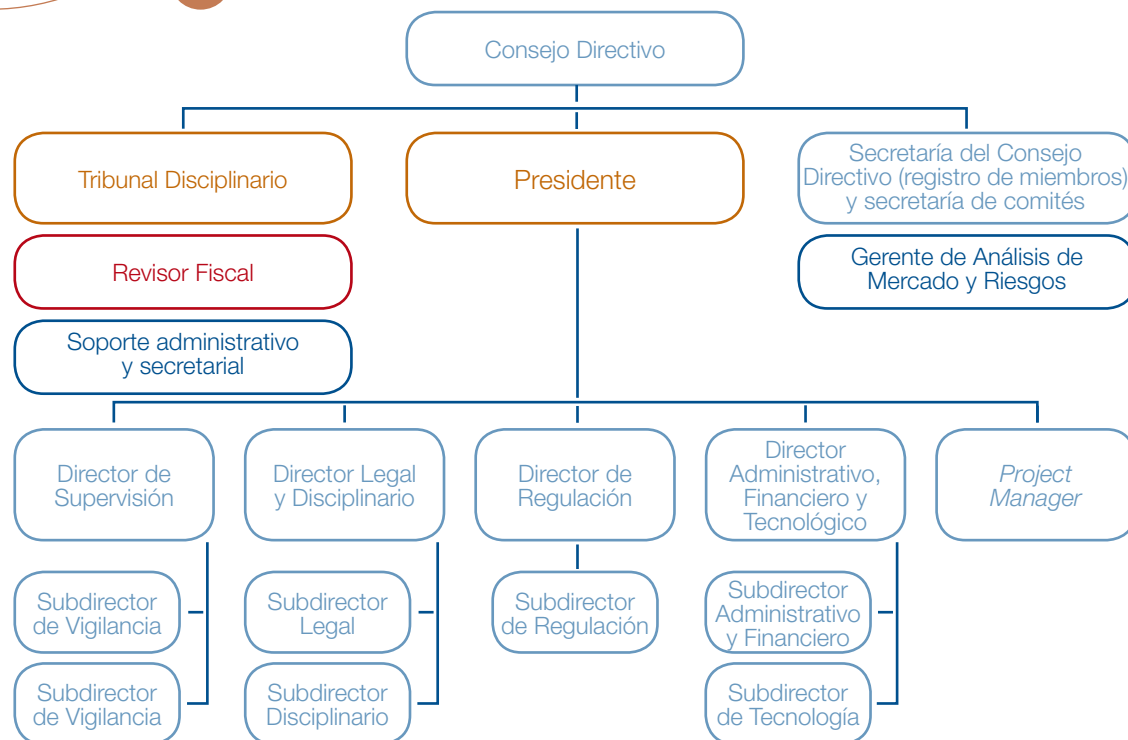
Las siguientes personas están habilitadas para solicitar ante la Superintendencia Financiera autorización para ejercer actividades de autorregulación:

- i) Organizaciones que tengan por objeto exclusivo la autorregulación.
- ii) Organizaciones gremiales o profesionales.
- iii) Las bolsas de valores.
- iv) Las bolsas de productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*.
- v) Las sociedades administradoras de sistemas de negociación de valores del mercado extrabursátil.

Estas entidades pueden ejercer algunas o todas las funciones de autorregulación (normativas, de supervisión y disciplinarias), y en su desarrollo pueden suscribir memorandos de entendimiento con la Superintendencia Financiera para coordinar el ejercicio de tales actividades.

Actualmente, únicamente la corporación AMV, autorizada para operar por la Superintendencia Financiera en 2006, está facultada en Colombia para ejercer funciones de autorregulación. Para el desarrollo de estas funciones, el AMV tiene la estructura que se detalla en la siguiente gráfica.

Gráfica 18. Estructura del AMV.



Fuente: Autorregulador del Mercado de Valores.

3. Relaciones entre los organismos de autorregulación y las autoridades estatales.

Los organismos de autorregulación son supervisados por la Superintendencia Financiera y las normas que expidan tales organismos están subordinadas a la legislación expedida por el Congreso de la República, la regulación expedida por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, y las instrucciones o reglamentaciones expedidas por la Superintendencia Financiera.

Con el fin de coordinar las actividades de autorregulación y las funciones de las autoridades públicas, la Ley 964 de 2005 faculta a la Superintendencia Financiera para suscribir memorandos de entendimiento con los organismos de autorregulación para el desarrollo de sus funciones.

En ejercicio de esta facultad, en noviembre de 2007 la Superintendencia Financiera y el AMV suscribieron el “Memorando de Entendimiento entre la Superintendencia Financiera y la Corporación Autorregulador del Mercado de Valores”. Este memorando tiene las características básicas que se describen en la siguiente tabla:

Tabla 29. Principales aspectos del Memorando de Entendimiento entre la Superintendencia Financiera y el AMV.

Objeto.	<p>Definir los principios que la Superintendencia Financiera y el AMV deben tener en consideración para desarrollar sus funciones sin que exista duplicidad de funciones.</p> <p>El Memorando abarca funciones normativas, de supervisión, disciplinarias y de certificación de la AMV.</p>
Naturaleza.	Es un acuerdo sobre principios para el desarrollo de actividades, el cual no genera ningún derecho ni impone vínculos legalmente exigibles a las partes.
Principios para evitar la duplicidad de funciones.	Prelación en la supervisión del AMV. Existen materias (descritas en el Memorando) en las cuales el AMV actúa como supervisor de primera línea.
	Especialización de la Superintendencia Financiera. Existen materias (descritas en el Memorando) en las cuales la Superintendencia Financiera debe enfocar sus funciones de supervisión.
	Conocimiento recíproco de resultados. Las partes deben tener conocimiento recíproco del cumplimiento de sus funciones.
	Trabajo conjunto. Debe existir un trabajo conjunto y, por lo tanto, pueden constituirse equipos de trabajo conjunto para el cumplimiento de las funciones propias de cada entidad.
	Solicitud recíproca de información. La Superintendencia y el AMV pueden solicitarse mutuamente el suministro de información y documentos necesarios para el ejercicio de sus funciones.
	Cadena de custodia. Cuando se trasladen pruebas entre las partes, debe existir custodia de las mismas por cada una de ellas.
	Autenticidad de medios probatorios. Las pruebas que se trasladen entre las partes se reputan auténticas, sin necesidad de validaciones posteriores.
	Competencia en caso de convergencia de funciones. Cuando se presenten infracciones en las cuales hayan participado intermediarios de valores y otro tipo de entidades, como emisores de valores e inversionistas, la Superintendencia debe decidir si asume la investigación respecto de todos los intervinientes en la misma. En caso contrario, el AMV continuará conociendo del asunto respecto de los sujetos sometidos a su potestad disciplinaria.
	Racionalización de funciones. La Superintendencia Financiera traslada al AMV las investigaciones, que correspondan de manera prioritaria a este último y en las que la Superintendencia Financiera no haya iniciado actuación administrativa de carácter sancionatorio.
	Excepcionalidad de la duplicidad de funciones. De manera excepcional, la Superintendencia y el AMV pueden llevar a cabo actividades de investigación o iniciar procesos dentro de sus funciones en relación con los mismos hechos o con las mismas personas, cuando ello se considere necesario teniendo en cuenta la gravedad e impacto de las conductas encontradas.

Separador Capítulo VI
INVERSIONISTAS
Y PRODUCTOS
EXTRANJEROS

Separador Capítulo VI
INVERSIONISTAS
Y PRODUCTOS
EXTRANJEROS

Capítulo VI

Inversionistas y productos extranjeros

Este capítulo se refiere a (i) la inversión extranjera en el mercado de valores, y (ii) el ofrecimiento de productos y servicios del mercado de valores en Colombia o a residentes colombianos.

1. Inversión extranjera en el mercado de valores.

La inversión extranjera en Colombia puede tener dos modalidades: la inversión extranjera directa y la inversión extranjera indirecta o de portafolio.

El Decreto 2080 de 2000, Estatuto de Inversión Extranjera de Colombia, establece que la inversión extranjera es directa si es en: (i) acciones, cuotas sociales o aportes representativos del capital de una sociedad; (ii) bonos obligatoriamente convertibles en acciones; (iii) derechos fiduciarios en patrimonios autónomos creados como medio para desarrollar una empresa o para comprar participaciones en empresas no registradas en el Registro Nacional de Valores y Emisores; (iv) inmuebles o títulos

de participación emitidos en desarrollo de procesos de titularización; (v) aportes de ciertos contratos que no representan una participación en una sociedad; (vi) inversión suplementaria al capital asignado de una sucursal; y (vii) participaciones en fondos de capital privado. Por otro lado, la inversión extranjera se considera inversión indirecta o de portafolio si se trata de inversión en acciones, bonos obligatoriamente convertibles en acciones u otros valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores.

La inversión extranjera puede estar destinada a cualquier sector de la economía, salvo en: (i) las actividades de defensa y seguridad nacional, o (ii) las actividades de procesamiento, disposición y desecho de basuras tóxicas, peligrosas o radiactivas no producidas en el país. Adicionalmente, el Consejo Nacional de Política Económica y Social (CONPES) puede identificar sectores de la actividad económica respecto a los cuales la participación de la inversión de capital del exterior requiere autorización impartida por el Gobierno Nacional.

El énfasis de esta sección es la inversión extranjera de portafolio y, con ese propósito, a continuación se describen los principales aspectos regulatorios aplicables a: el inversionista extranjero; los fondos de inversión de capital extranjero; el administrador local; y el administrador internacional. Finalmente, se hace referencia a los principales aspectos cambiarios relacionados con la inversión extranjera de portafolio y a los programas ADR y GDR.

1.1. El inversionista extranjero.

El inversionista extranjero es la persona natural o jurídica titular de la inversión extranjera que tiene, en virtud del registro de su inversión, derecho a:

- i) Reinvertir las utilidades o retener las utilidades no distribuidas.
- ii) Capitalizar los dineros que sean producto de obligaciones derivadas de la inversión.
- iii) Remitir al exterior las utilidades netas que generen sus inversiones.
- iv) Remitir al exterior las sumas recibidas como 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.

1.2. Los fondos de inversión de capital extranjero.

1.2.1. Tipos de fondos.

La inversión extranjera de portafolio debe ser realizada a través de un fondo de inversión de capital extranjero, que

tiene por único objeto realizar transacciones en el mercado de valores. No obstante lo anterior, los organismos multilaterales de crédito que hayan sido creados en virtud de un tratado o acuerdo internacional del cual sea parte Colombia, también pueden realizar inversión de portafolio de capital del exterior a través de una comisionista de bolsa, no siendo necesaria, por lo tanto, la constitución de un fondo de inversión de capital extranjero.

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 personas naturales o jurídicas, con el propósito de realizar inversiones en el mercado de valores colombiano. Tales fondos pueden constituirse como fondos institucionales o fondos individuales.

1.2.1.1. Fondos institucionales.

Los fondos institucionales son, a su vez, de dos tipos: fondos institucionales de carácter no especial y fondos ómnibus.

- i) Fondos institucionales de carácter no especial. Son aquellos que se constituyen por parte de un conjunto de personas o entidades extranjeras, o aquellos constituidos por una sola persona o entidad extranjera, cuyos recursos se componen de colocaciones de cuotas o unidades de participación en el fondo realizadas en el exterior.

Estas cuotas o unidades de participación que se han colocado en el extranjero dan a su titular el derecho de obtener una utilidad proporcional al monto de su inversión.

Además de lo anterior, estos fondos se caracterizan porque su objeto principal es el de realizar inversiones en uno o varios mercados de capitales a nivel internacional.

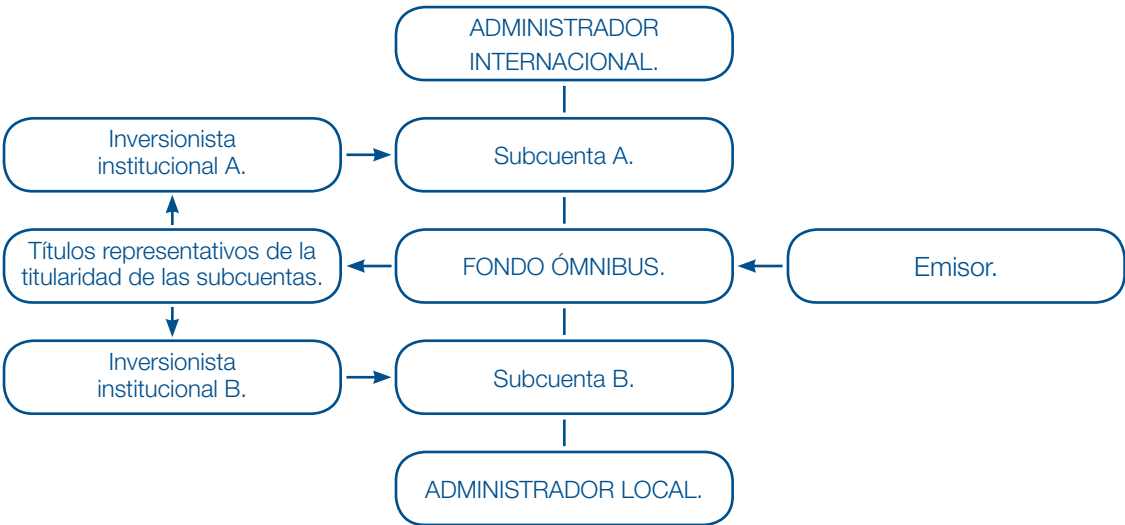
Gráfica 19.1. Fondos de inversión de capital extranjero institucionales de carácter no especial.



ii) Fondos ómnibus. Son aquellos que se organizan bajo la modalidad de cuentas colectivas de las cuales son titulares los inversionistas y los cuales tienen por objeto principal realizar inversiones en el mercado de valores.

La existencia de cuentas colectivas de los inversionistas implica que éstos no tienen una participación proporcional en el fondo, sino una cuenta independiente a la de los demás inversionistas.

Gráfica 19.2. Fondos de inversión de capital extranjero institucionales ómnibus.

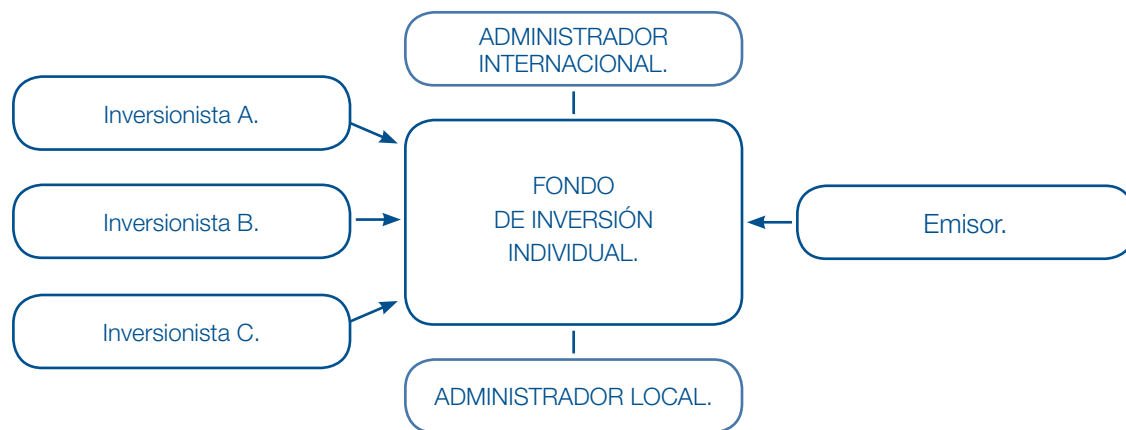


1.2.1.2. Fondos individuales.

Los fondos individuales son aquellos conformados por personas naturales o jurídicas del exterior, cuyo objeto

principal no es realizar operaciones en mercados de capitales, no obstante lo cual, por razones de estrategia financiera, canalizan sus excedentes de tesorería a la inversión en mercados de capitales.

Gráfica 19.3. Fondos individuales de inversión de capital extranjero.



1.2.2. Inversiones autorizadas y límites en la adquisición de acciones.

Los fondos de inversión de capital extranjero pueden invertir en valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, a través de la BVC o sistemas distintos autorizados por la Superintendencia Financiera.

Las principales restricciones a las que se encuentran sujetos los fondos de inversión de capital extranjero son las siguientes:

- i) Cuando se trate de títulos o valores de renta fija con plazos inferiores a dos años, el valor nominal de la inversión del fondo no puede ser más del veinte por ciento (20%) del monto original de la emisión.
- ii) Solamente pueden endeudarse, por una sola vez para la celebración de cada operación y por un plazo máximo de cinco (5) días, a menos que:
 - Se trate de la adquisición de títulos en el mercado primario, se encuentre previsto en las condiciones de la emisión y el crédito sea otorgado por el emisor o el colocador del título.
 - El crédito sea otorgado en desarrollo de un proceso de privatización y la financiación sea concedida por la entidad pública enajenante.
- iii) Solamente pueden tener pasivos en Colombia cuando tales pasivos provienen de: la liquidación

de operaciones dentro de los plazos habituales del mercado; comisiones; gastos; remuneraciones por administración; y las financiaciones otorgadas en emisiones en el mercado primario o en procesos de privatización, de acuerdo con lo ya explicado, y otros pasivos similares que se encuentren relacionados con la operación y administración financiera del fondo, y que sean autorizados por la Superintendencia Financiera.

En adición, de manera temporal, dichos fondos pueden mantener sus recursos en cuentas corrientes, cuentas de ahorros o carteras colectivas administradas por sociedades fiduciarias.

1.3. El administrador internacional y el administrador local.

El administrador internacional es el agente encargado de fijar las políticas de inversión del fondo, en tanto que el administrador local tiene la obligación de gestión de la inversión en Colombia, pudiendo ser dicho administrador una sociedad fiduciaria o una comisionista de bolsa.

A los administradores locales se atribuyen las siguientes obligaciones:

- i) Adelantar los trámites necesarios para la autorización de la operación del fondo (o bien para su simple registro ante la Superintendencia Financiera, en el caso de los fondos individuales).
- ii) Efectuar el registro de la inversión ante el Banco de la República, según se explica más adelante.

- iii) Suministrar a la Superintendencia Financiera la información que ésta requiera con relación a la administración de la inversión y mantener actualizado un estado de cuentas de las inversiones que realice el fondo.
- iv) Abstenerse de conceder créditos a cualquier título con dineros del fondo.
- v) Abstenerse de dar en prenda los valores que integran el fondo, salvo excepción especial en contrario.

1.4. Aspectos cambiarios relacionados con la inversión extranjera de portafolio en Colombia.

La inversión de capital del extranjero en Colombia se considera operación de cambio, motivo por el cual tal tipo de transacciones debe realizarse a través del mercado cambiario. Así mismo, la inversión extranjera debe registrarse ante el Banco de la República, el cual tiene la obligación de informar mensualmente al Departamento Nacional de Planeación (DNP) sobre las inversiones que registre.



1.5. Fondos ADR'S y GDR'S.

i) Aspectos generales.

Los ADR's (*American Depositary Receipts*) y GDR's (*Global Depositary Receipts*), son 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 emitidos por un determinado emisor. Estos certificados se denominan ADR si son colocados en el mercado de Estados Unidos, y GDR si son colocados en mercados extranjeros distintos de los de Estados Unidos.

De acuerdo con 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 dicho certificado de depósito.

En el proceso de emisión y colocación de ADR y GDR intervienen fundamentalmente los siguientes agentes:

- El emisor local de los valores que serán representados por los certificados o recibos de depósito.
- El depositario. Entidad financiera en Estados Unidos o en un país distinto de Estados Unidos, según corresponda, que emite los recibos de depósito que representan los valores emitidos por el emisor local.
- El custodio. Entidad que recibe los valores subyacentes a los recibos de depósito con el fin de custodiarlos por cuenta del depositario.

- Inversionistas. Personas que adquieren los recibos de depósito y, por lo tanto, adquieren la propiedad de determinado número de acciones o bonos convertibles en acciones emitidos por el emisor local.

Por lo general el depositario ejerce los derechos políticos conferidos por los valores subyacentes a los ADRs o GDRs (conforme a las instrucciones específicas que se detallan en el contrato de depósito), y recibe y distribuye, entre los tenedores de los ADRs o GDRs y en dólares de los Estados Unidos o en la moneda local que corresponda, los dividendos del emisor. Lo anterior incluye garantizar el cumplimiento de los requisitos cambiarios y tributarios del país de origen del emisor para el manejo y negociabilidad de los ADRs en Estados Unidos o de los GDR en el país que corresponda.

De esta forma, los ADRs y GDRs permiten a los inversionistas extranjeros invertir en valores de jurisdicciones distintas sin considerar las regulaciones cambiarias y tributarias del país de origen del emisor.

ii) Niveles de implementación.

Hay cuatro niveles mediante los cuales se puede establecer un programa de ADRs, los cuales varían fundamentalmente en términos de la información que debe ser revelada al mercado y su forma de negociación.

En el primer nivel (*Level I Program*), los valores subyacentes deben ser registrados ante la SEC (*Securities and Exchange Commission*), pero el emisor no está sujeto a las obligaciones de reporte de información financiera [Regla 12g3-2(b)] y, en consecuencia, no tiene la obligación de observar las reglas contables

contenidas en los denominados GAAP (*General Accepted Accounting Principles*) en Estados Unidos. Sin embargo, el emisor está obligado a remitir a la SEC copias de los documentos presentados a las autoridades locales o a la bolsa de valores en el país de origen. Así mismo, el emisor y el depositario deben presentar ante la SEC el Formulario F-6, mediante el cual se registra el programa de ADRs. Bajo este nivel, aunque las exigencias en materia de revelación de información al mercado son menores frente a los siguientes niveles, los recibos de depósito únicamente pueden ser transados en el mercado OTC.

En el segundo nivel, los recibos de depósito se inscriben en una bolsa de valores de Estados Unidos o son transados en NASDAQ. Para este fin, además de la presentación del Formulario F-6, se deben cumplir las siguientes obligaciones de revelación de información:

- i) Presentación del Formulario 20-F, mediante el cual se registran los ADR y se genera la obligación para el emisor de suministrar información detallada sobre sí mismo y sus actividades, incluyendo su información financiera presentada de acuerdo con los U.S. GAAP.
- ii) Presentación de reportes anuales (Formulario F-20).
- iii) Presentación de información financiera en períodos intermedios.

El tercer nivel aplica cuando la intención del emisor es realizar una oferta pública en Estados Unidos y simultáneamente listar los valores en un sistema transaccional norteamericano o en bolsa de valores. Para este fin, el emisor debe:

- i) Presentar el Formulario F-6, para registrar los ADR ante la SEC.
- ii) Presentar el Formulario F-1, con el objeto de registrar los valores subyacentes de los ADR que son ofrecidos públicamente en Estados Unidos, incluyendo un prospecto para informar a los inversionistas potenciales sobre el emisor y los riesgos inherentes a sus actividades, el precio de los valores, y el plan de distribución de los ADR.
- iii) Registrar el formulario 20-F.
- iv) Presentar un reporte anual bajo el formulario 20-F.

Finalmente, el cuarto nivel corresponde a la obtención de recursos en Estados Unidos a través de la emisión de recibos de depósito en el mercado privado, mediante ofertas privadas bajo la Regla 144A, denominados *Rule 144A ADR's*. Tales ADR no requieren registro ante la SEC o sometimiento a U.S. GAAP. Los valores deben ser colocados de forma privada entre inversionistas calificados, quienes pueden negociar los títulos a través del sistema de negociación PORTAL. En este evento, los requisitos de información se limitan a los datos suministrados a las entidades competentes en el país de origen.

De acuerdo con lo anterior, los niveles de implementación de ADR se pueden resumir de la siguiente forma:

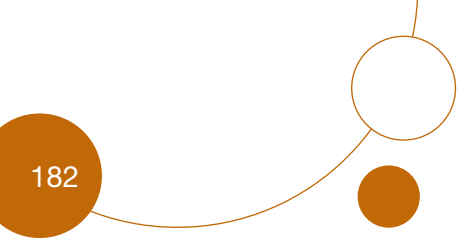


Tabla 30. Niveles de implementación de ADR.				
Tipo	Nivel 1 (sin inscripción en bolsa)	Nivel 2 (con inscripción en bolsa)	Nivel 3 (inscripción en EUA y oferta pública)	Nivel 4 (colocación privada en EUA)
Publicidad/Contabilidad	Mercado local	US GAAP	US GAAP	Mercado local (US GAAP opcional)
Requisitos sobre reportes	Exención Regla 12g3-2(b)	Forma 20-F	Forma 20-F	N.A.
Registro SEC	Forma 6	Forma 6	Forma F-1 y F-6	N.A.
Negociación	OTC	NYSE, Amex o NASDAQ	NYSE, Amex o NASDAQ	PORTAL
Fuente: JPMorgan, 2005.				

Por último, debe señalarse que las inversiones en programas de ADRs y de GDRs, en emisiones primarias de acciones y en fondos institucionales se encuentran excluidas de la obligación de constituir el depósito del 50% sobre las inversiones extranjeras que se realicen.

2. Productos y servicios extranjeros.

La legislación de valores autoriza de forma expresa a las entidades del exterior para promover y publicitar servicios del mercado bancario y del mercado de valores en Colombia y a residentes colombianos.

De acuerdo con el Decreto 2558 de 2007, la entidad del exterior que promueve servicios bancarios debe

establecer una oficina de representación en Colombia, o, en el caso de productos y servicios del mercado de valores, la entidad extranjera debe establecer una oficina de representación en Colombia, o celebrar un contrato de corresponsalía con una comisionista de bolsa o una corporación financiera en Colombia.

Para efectos de lo anterior, se entiende por promoción y publicidad cualquier comunicación o mensaje realizado personalmente o no, y ya sea éste masivo o no, que esté destinado o tenga por efecto iniciar, directa o indirectamente, una relación para la prestación de servicios financieros, de reaseguros o de valores.

Teniendo en cuenta lo anterior, en este capítulo se describen: (i) los casos en los cuales se considera que una

entidad extranjera promueve o promociona servicios del mercado de valores en Colombia, en contraposición con la promoción y oferta de servicios del mercado bancario; (ii) las reglas aplicables a la constitución, funcionamiento y excepciones a la apertura de las oficinas de representación y los contratos de corresponsalia, y (iii) las obligaciones de las oficinas de representación y de los corresponsales a lo largo de la vigencia de la oficina o del contrato.

2.1. Promoción y oferta de servicios del mercado de valores y del mercado bancario.

Según se mencionó, para promover servicios del mercado bancario en Colombia o a residentes colombianos es necesaria la constitución de una oficina de representación por parte de quien promueve dichos servicios, en tanto que la promoción de productos del mercado de valores en Colombia o a residentes colombianos puede ser realizada a través de una oficina de representación o a través de un contrato de corresponsalia.

Sin embargo, la regulación aplicable a las oficinas de representación y a los contratos de corresponsalia no define en qué casos se entiende que una entidad extranjera promueve uno u otro servicio.

No obstante lo anterior, la Ley 964 de 2006 establece cuáles actividades son propias del mercado de valores y, en consecuencia, cuáles servicios o productos son propios de dicho mercado.

De acuerdo con dicha ley, son actividades propias del mercado de valores todas aquellas que la ley o el Go-

bierno determine como tales, siempre y cuando constituyan actividades a captación, manejo e inversión de recursos del público mediante valores. De acuerdo con la Ley 964 de 2005, principalmente las siguientes actividades son propias del mercado de valores:

- i) La emisión y oferta de valores.
- ii) La intermediación de valores.
- iii) La administración de carteras colectivas.
- iv) El depósito y la administración de valores.
- v) La compensación y liquidación de valores.
- vi) La calificación de riesgos.
- vii) La autorregulación en el mercado de valores.
- viii) La recopilación, procesamiento y suministro de información al mercado de valores.

En esta medida, en cualquier evento en el cual una entidad extranjera promueva los anteriores servicios, dicha entidad debe establecer una oficina de representación en Colombia o celebrar un contrato de corresponsalia con una comisionista de bolsa o una corporación financiera.

Los servicios bancarios, por su parte, son aquellos que el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero prevé como propios de los establecimientos de crédito. Dichos servicios fundamentalmente consisten en la captación de recursos del público y en su colocación a través de operaciones activas de crédito. Sin perjuicio de las que contengan normas especiales, las operaciones de captación y colocación de recursos propias de los establecimientos de crédito, así como las respectivas entidades autorizadas, son las siguientes:

Tabla 31. Servicios y productos propios del mercado bancario.

Producto o servicio	Tipo de operación			Entidad autorizada			
	Activa	Pasiva	Neutra	Bancos comerciales	Corporaciones financieras	Compañías de financiamiento comercial	Cooperativas financieras
Depósitos en cuenta corriente.		X		X			
Depósitos en cuentas de ahorro.		X		X	X		
Depósitos a término.		X		X	X	X	X
Captación a través de ahorro contractual.							X
Contratos de mutuo (créditos).				X	X	X	X
Giros al descubierto.	X			X			
Apertura de crédito.	X			X			X
Leasing.	X			X*		X	
Factoring.	X				X	X	X
Descuento de títulos de deuda.	X			X	X		X
Aceptar letras de cambio.	X			X	X	X	X
Crédito documentario (expedir cartas de crédito).	X			X	X		X
Cobrar deuda	X			X			
Arrendar cajillas de seguridad.			X	X			
Otorgar avales y garantías.	X			X	X	X	X

*Únicamente leasing habitacional.

2.2. Actividades permitidas y prohibidas de los corresponsales y de las oficinas de representación.

Las comisionistas de bolsa y las corporaciones financieras que actúen como corresponsales, así como las oficinas de representación, tienen como función general actuar como punto de enlace entre la institución del ex-

terior y los inversionistas. En desarrollo de esta función, ni el corresponsal ni la oficina de representación contratan directamente con los inversionistas o beneficiarios de los servicios, por lo cual no se constituyen en responsables de los servicios que promocionan.

En particular, las oficinas de representación y los corresponsales tienen las siguientes operaciones autorizadas y las siguientes prohibiciones.

Tabla 32. Actividades especialmente permitidas y prohibidas de las oficinas de representación.

Actividades permitidas y prohibidas.	Actividad	
Actividades permitidas.	Actividades propiamente como punto de enlace entre entidades financieras e inversionistas.	Entregar o recibir del cliente o potencial cliente la documentación que exige la institución financiera o del mercado de valores del exterior para la prestación del servicio ofrecido.
		Asesorar a los clientes sobre los diferentes tipos de riesgos que asumirían con las operaciones
		Revelar toda la información necesaria para el entendimiento por parte de clientes y usuarios de las comisiones, costos y gastos, incluidos los tributarios, en que incurrirán por todo concepto relacionado con la prestación de servicios financieros por parte de la institución financiera o del mercado de valores del exterior.
	Actividades promocionales.	Desarrollar campañas de promoción o publicidad de la institución representada y sus servicios.
		Establecer, de acuerdo con las facultades conferidas por la entidad del exterior, oficinas promotoras de negocios en lugares diferentes al de su domicilio, las cuales dependerán directamente de la oficina de representación autorizada por la Superintendencia Financiera de Colombia, y cuya actividad debe ceñirse estrictamente a lo señalado en la ley. Para el efecto, debe dar previo aviso del tal hecho a dicha Superintendencia y remitir un documento donde se identifique a la persona que actuará bajo tal condición, así como la dirección y las funciones que desarrollará.
	Actividades administrativas y gestión de cobranza.	Realizar las actividades administrativas que guarden relación, exclusivamente, con la promoción o publicidad de la institución financiera o del mercado de valores del exterior, o de sus servicios.
Efectuar las gestiones de cobranza relacionadas con las operaciones realizadas por la institución financiera o del mercado de valores del exterior, siempre que se encuentren autorizadas para ello por la respectiva institución del exterior, de conformidad con las normas colombianas. Estas gestiones de cobranza se limitan a aquellas operaciones de financiamiento otorgadas por la institución representada.		
Actividades prohibidas.	Actividades prohibidas relacionadas con la prestación directa o en representación de servicios financieros.	Realizar, directa o indirectamente, operaciones que impliquen captación de recursos del público mediante valores o en moneda legal o extranjera, así como operaciones propias de los intermediarios del mercado cambiario.
		Representar a la institución del exterior para suscribir o perfeccionar los contratos celebrados con residentes del territorio nacional.
		Cualquier actividad relacionada con el cierre, registro o autorización de las operaciones relacionadas con la prestación de servicios de la institución del exterior.
		Efectuar o recibir, directa o indirectamente, dinero o valores en pago de operaciones realizadas por la institución del exterior.
		Obligarse directa o indirectamente en las operaciones que promuevan.
		Tomar posición propia o proveer financiación en las operaciones que promuevan.
	Actividades de promoción prohibidas. Prohibiciones comunes.	Formular ofertas sobre los servicios de la institución representada que incluyan todos los elementos esenciales del contrato o servicio ofrecido por la institución financiera representada.
		Realizar actividades distintas de las expresamente autorizadas, o realizar cualquier acto que tenga como propósito la ejecución de dicha actividad.
		Efectuar cualquier actividad mercantil diferente de aquellas indispensables para la prestación de los servicios autorizados por la ley o por el Gobierno.

2.3. Excepciones a la obligación de establecer una oficina de representación o celebrar un contrato de corresponsalía.

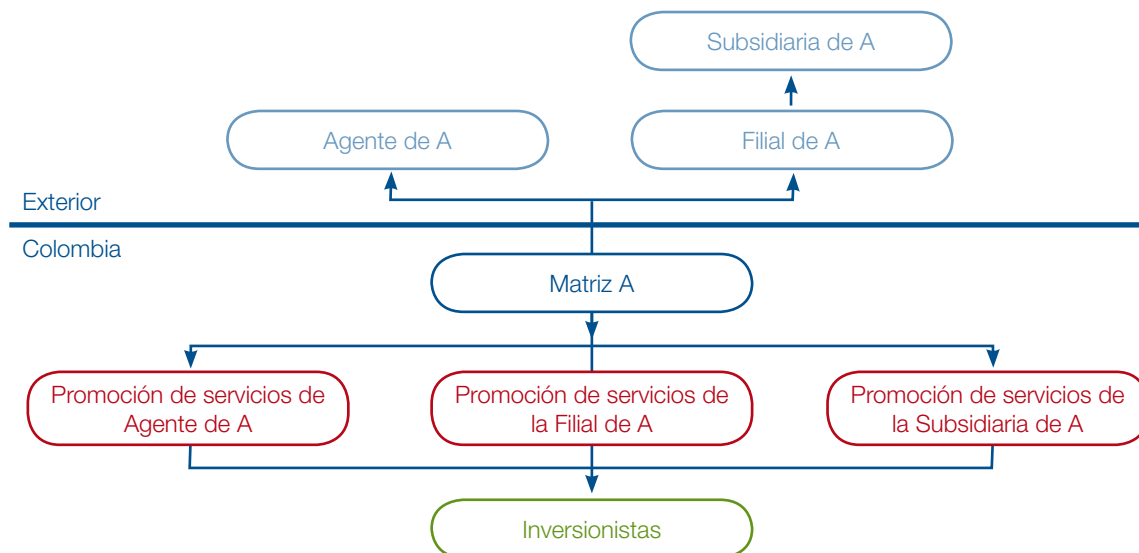
A pesar de la norma general en virtud de la cual las entidades del exterior que pretendan promover o publicitar servicios del mercado de valores o del mercado bancario en Colombia deben establecer una oficina de representación o celebrar un contrato de corresponsalía, esta obligación no aplica en los siguientes casos:

- i) Las instituciones del exterior de carácter multilateral creadas con el propósito de ayudar o contribuir al desarrollo o mejoramiento del nivel de vida de otros países, conforme a su objeto social.
- ii) Las instituciones del exterior de carácter público que tengan por objeto la financiación o fomento de exportadores o microempresas de otros países.
- iii) Las instituciones del exterior que tengan régimen de derecho público internacional o que actúen como intermediarios de préstamos de gobierno a gobierno.
- iv) Las instituciones del exterior que participen en préstamos sindicados (es decir, aquellos que son otorgados por un sindicato o un número plural de prestamistas). Esta excepción aplica únicamente para las entidades no tengan la calidad de agente líder o administrador del préstamo sindicado, y sólo cuando sus labores se limiten a las actividades propias de promoción y publicidad del préstamo sindicado.
- v) La institución del exterior a la que un residente en el país le haya requerido la prestación de servicios financieros o del mercado de valores, y sólo para efectos de los servicios requeridos, siempre y cuando no haya mediado para el efecto ningún acto de promoción o de publicidad por parte de la institución del exterior en territorio colombiano o dirigida a sus residentes (*unsolicited services*).
- vi) Las instituciones del exterior que concedan a los intermediarios del mercado cambiario financiaciones para el desarrollo de sus actividades, siempre y cuando sus labores se limiten a las actividades propias de promoción y publicidad de la financiación ofrecida.
- vii) Las filiales, subsidiarias o agencias establecidas en el extranjero de una institución financiera o del mercado de valores establecida en el país.
- viii) La institución del exterior que tenga una filial o subsidiaria establecida en el país autorizada para realizar actividad financiera o del mercado de valores.

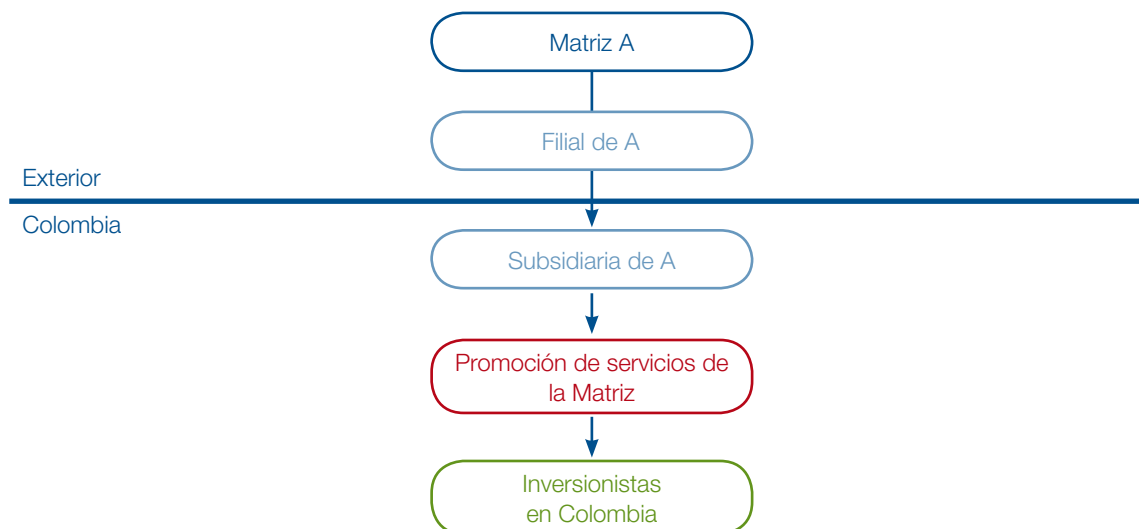
Estas dos últimas excepciones pueden resumirse de la siguiente forma:



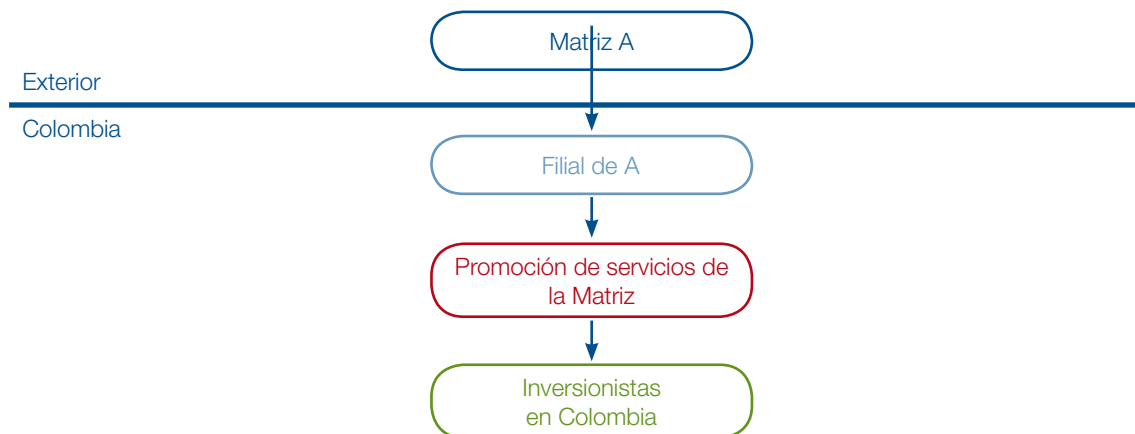
Gráfica 20.1. Las filiales, subsidiarias o agencias establecidas en el extranjero de una institución financiera o del mercado de valores establecida en el país.



Gráfica 20.2.1. La institución del exterior que tenga una subsidiaria establecida en el país autorizada para realizar actividad financiera o del mercado de valores.



Gráfica 20.2.2. La institución del exterior que tenga una Filial establecida en el país autorizada para realizar actividad financiera o del mercado de valores.

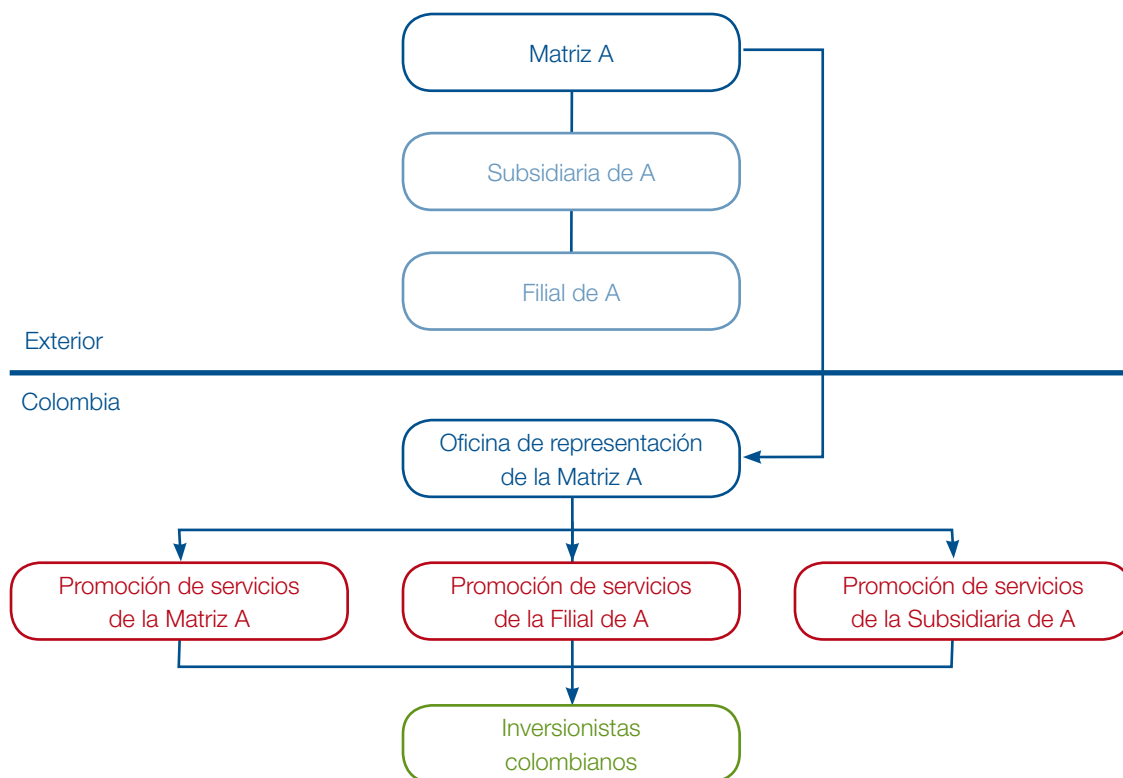


En estos dos últimos casos, la entidad matriz, filial o subsidiaria establecida en el país, según corresponda, representa a las demás entidades vinculadas que pretendan ofrecer sus servicios en Colombia. Para este fin, la institución del exterior que pretende ser representada a través de su matriz, filial o subsidiaria debe cumplir los siguientes requisitos:

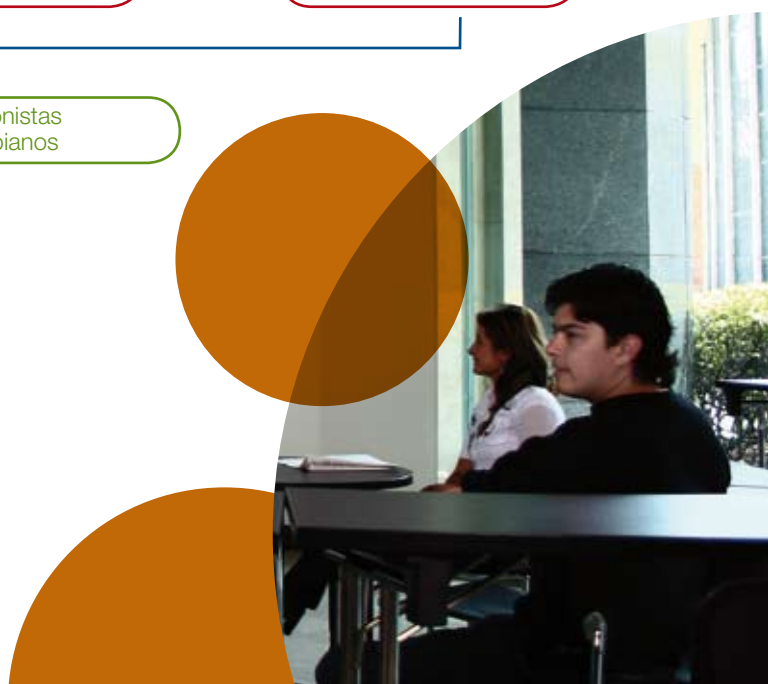
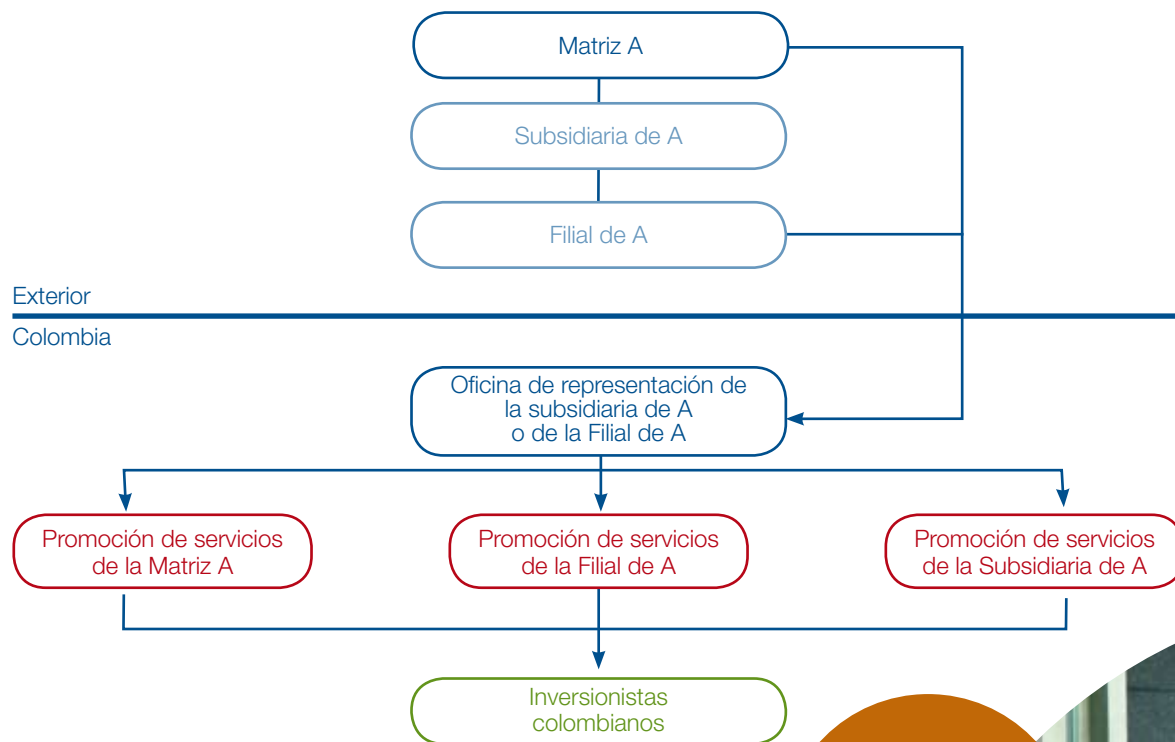
- i) La institución del exterior debe designar un representante, a cargo de la promoción de los productos o servicios de la institución representada.
- ii) El representante debe presentar la documentación que el Decreto 2558 de 2007 exige para la constitución de oficinas de representación, en lo pertinente.
- iii) La institución del exterior puede realizar actos de promoción o publicidad haciendo uso de la red de oficinas de la entidad establecida en el país, siempre y cuando se adopten las medidas necesarias para que el público identifique que la institución financiera del exterior es una persona jurídica distinta y autónoma de la institución establecida en el país cuya red se utiliza.
- iv) Las instituciones del exterior que pretendan ofrecer sus servicios a través de una oficina de representación en Colombia de una entidad vinculada (matriz, filial o subsidiaria). Esta excepción se puede decomponer en las siguientes:

- Las filiales y subsidiarias de instituciones del exterior cuya matriz tenga una oficina de representación en Colombia.
 - La institución establecida en el extranjero que tenga una filial o subsidiaria con oficina de representación en Colombia.
- Estos casos se pueden resumir de la siguiente forma:

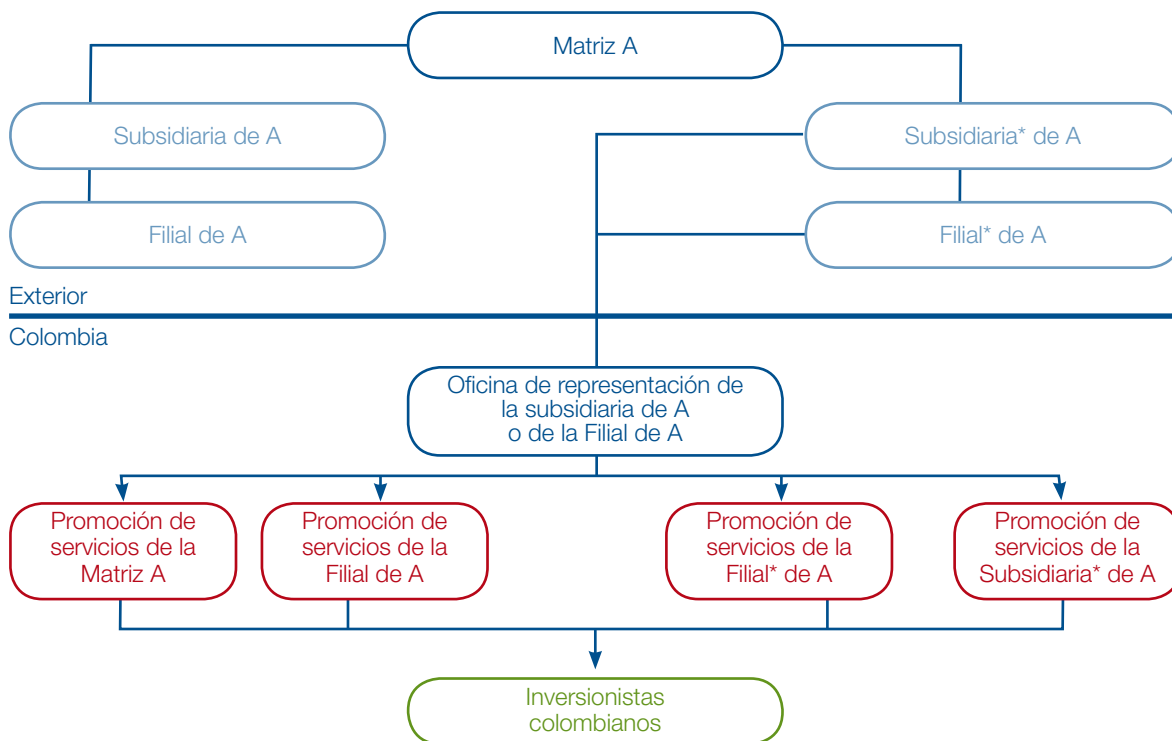
Gráfica 20.3.1. Las filiales y subsidiarias de instituciones del exterior con una oficina de representación en Colombia.



Gráfica 20.3.2. La matriz de una filial o subsidiaria con oficina de representación en Colombia.



Gráfica 20.3.3. Las filiales y subsidiarias de una entidad controlante en el extranjero, la cual tiene otras filiales o subsidiarias distintas de las primeras con oficina de representación en Colombia.



2.4. Obligaciones de información de las oficinas de representación y de los corresponsales durante la vigencia de la oficina o el contrato de corresponsalía.

Durante la vigencia de la oficina de representación o de los contratos de corresponsalía, las oficinas de representación o los corresponsales están sujetos a obligaciones de información frente a los inversionistas y frente a la Superintendencia Financiera, lo cual se describe a continuación.

2.4.1. Obligaciones de información con los inversionistas de las oficinas de representación y de los corresponsales.

En el desarrollo de sus actividades, las oficinas de representación y los corresponsales deben asesorar a los inversionistas en relación con los productos y servicios que promocionan. Para este fin, se debe manifestar expresamente a los inversionistas que los productos y servicios que promueven son prestados por la institución del exterior, e informarlos detalladamente acerca de:

- i) Las condiciones jurídicas, financieras, contables, comerciales y administrativas en que la institución del exterior desarrolla sus operaciones.
- ii) El alcance de sus responsabilidades como oficina de representación o corresponsales.
- iii) La responsabilidad que la institución financiera del exterior asume frente a los servicios ofrecidos.
- iv) Las características principales de la supervisión que ejercen las autoridades extranjeras sobre la institución del exterior representada.
- v) 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 los mismos operan.
- vi) La jurisdicción y la ley aplicable a los productos y servicios que se promocionan.

2.4.2. Información a la Superintendencia Financiera.

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 a la Superintendencia Financiera la información que dicha entidad solicite.

En ejercicio de estas facultades, la Superintendencia Financiera ha reglamentado lo relativo a la información

que deben suministrar las oficinas de representación y representantes de las instituciones financieras del exterior.

Esta información comprende la siguiente documentación, que debe ser presentada dentro de los dos primeros meses de cada año:

- i) Un informe sobre las actividades desarrolladas en el país.
- ii) Una relación de las financiaciones otorgadas en Colombia por la entidad representada.

Así mismo, los representantes de las oficinas de representación o los representantes de las entidades financieras del exterior, cuando es el caso, dentro del mes siguiente a la ocurrencia del hecho respectivo, deben informar a la Superintendencia Financiera los siguientes hechos:

- i) 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.
- ii) Cualquier proceso de reorganización que afecte a la institución del exterior.
- iii) Cambios en la razón social de la entidad del exterior.

Las medidas que resulten relevantes que hayan sido adoptadas por las autoridades de supervisión del país de origen de la institución financiera en relación con la misma.

Separador Capítulo VII
PRINCIPALES ASPECTOS
SOBRE PROVISIÓN DE
INFRAESTRUCTURA
EN EL MERCADO Y LA
CALIFICACIÓN DE RIESGOS

Separador Capítulo VII
PRINCIPALES ASPECTOS
SOBRE PROVISIÓN DE
INFRAESTRUCTURA
EN EL MERCADO Y LA
CALIFICACIÓN DE RIESGOS

Capítulo VII

Principales aspectos sobre provisión de infraestructura en el mercado y la calificación de riesgos

Los proveedores de infraestructura son entidades que tienen por objeto facilitar o registrar transacciones en el mercado de valores mediante procesos operativos diseñados para el efecto. Las actividades propias de la provisión de infraestructura en el mercado de valores son las siguientes, en adición a las demás no enunciadas que faciliten la negociación y registro de instrumentos financieros:

- i) La compensación y liquidación de valores.
- ii) El depósito de valores.
- iii) La actuación como contraparte central de operaciones sobre valores y derivados que desarrollan las cámaras de riesgo central de contraparte.
- iv) La administración de sistemas de transacciones sobre valores, incluyendo las bolsas de valores y sistemas de negociación distintos de las bolsas de valores.
- v) Sistemas de registro de operaciones sobre valores.

Este capítulo se refiere a las principales actividades de provisión de infraestructura y agentes encargados de realizarlas, de la siguiente forma: (i) la compensación y liquidación de valores, (ii) los depósitos centralizados de valores (iii) la actuación como contraparte central de operaciones sobre valores y derivados que desarrollan las cámaras de riesgo central de contraparte, y (iii) la administración de sistemas de negociación de valores. Además de lo anterior, dado que las actividades de calificación de riesgo facilitan igualmente la negociación de valores, en este capítulo se trata dicha actividad.

1. Compensación y liquidación de valores.

La compensación de valores es el proceso mediante el cual se establecen las obligaciones de entrega de valores y transferencia de fondos de los participantes en una transacción sobre valores.

La liquidación, por su parte, consiste en el proceso mediante el cual se cumplen definitivamente las obligaciones provenientes de una operación sobre valores, donde una parte entrega valores y la otra efectúa la transferencia de los fondos o valores.

El proceso de compensación y liquidación de valores se desarrolla en varias etapas, iniciando con la etapa de confirmación, y siguiendo con las etapas de compensación y liquidación propiamente dichas, según se describe a continuación:

i) Etapa de confirmación. Una vez realizada la negociación, es necesario que comprador y vendedor estén

de acuerdo en la clase de valor negociado, el precio, la cantidad a intercambiar, la fecha de liquidación y la contraparte. Esta fase de corroboración de tales elementos de la negociación es lo que se conoce como confirmación.

ii) Etapa de compensación. Una vez confirmadas las negociaciones, se deben calcular las prestaciones a las que quedaron obligadas las partes y que deben cumplirse en la fecha de liquidación. Esta compensación puede hacerse básicamente por tres sistemas:

- Compensación bruta. Se reconocen las prestaciones de las partes con base en cada operación celebrada entre éstas, en caso de ser varias.
- Compensación de saldos (*netting*). En este caso, si existen varias operaciones entre las partes, únicamente se calculan las prestaciones que cada una adeuda al final de la totalidad de las operaciones, y no operación por operación.
- Compensación a través de una contrapartida central. En este caso, según se detalla más adelante, la compensación se realiza a través de una entidad que asume las obligaciones de comprador y vendedor.

iii) Etapa de liquidación. Según se indicó, la etapa de liquidación es la etapa de cumplimiento de las obligaciones adquiridas en la negociación, es decir, el momento en el cual se transfieren los valores y los fondos negociados.

Las siguientes secciones describen los aspectos centrales de los procesos de liquidación y compensación de valores. Dentro de estos aspectos se encuentran: (i) el principio de finalidad en las operaciones sobre valores, (ii) las garantías entregadas por cuenta de los participantes, y (iii) la anotación en cuenta.

1.1. El principio de finalidad en las operaciones sobre valores.

De acuerdo con el principio de finalidad, las órdenes de transferencia de fondos o valores derivadas de operaciones sobre valores se entienden firmes, irrevocables, exigibles y oponibles frente a terceros a partir del momento en que tales órdenes hayan sido aceptadas por el sistema de compensación y liquidación. Para estos efectos, se entiende por orden de transferencia la instrucción incondicional dada por un participante a través de un sistema de compensación y liquidación de valores para que se efectúe la entrega de un valor o valores, o de determinada cantidad de fondos a un beneficiario designado en dicha instrucción.

Este carácter definitivo de las operaciones sobre valores implica que tanto los valores como los fondos objeto de negociación aceptados por sistemas de compensación y liquidación no pueden ser objeto de medidas judiciales o administrativas que impidan el efectivo cumplimiento de la transacción. Lo anterior implica que las órdenes de transferencia no pueden ser impugnadas, anuladas, ser dejadas sin efecto o de cualquier otra forma ser objeto de medidas que suspendan o limiten su perfeccionamiento.

Dentro de estas medidas se encuentran las medidas cautelares dentro de procesos judiciales, los procesos de reorganización, la toma de posesión, la disolución de cualquiera de los contratantes o su liquidación.

Se considera que las órdenes de transferencia son aceptadas cuando han cumplido los requisitos y con-

troles de riesgo establecidos en los reglamentos del respectivo sistema de compensación y liquidación los cuales deben ser aprobados por la Superintendencia Financiera.

1.2. Las garantías.

Como complemento del principio de finalidad, la Ley 964 de 2005 establece que las garantías entregadas por las partes de una transacción en un sistema de compensación y liquidación, sean propias o de un tercero, no pueden ser objeto de reivindicación, embargo, secuestro, u otra medida cautelar, administrativa o judicial, hasta tanto no se cumplan enteramente las obligaciones derivadas de tales operaciones u órdenes.

Tales garantías pueden hacerse efectivas sin necesidad de trámite judicial y no sufren ninguna alteración, aún en el evento de que el otorgante sea objeto de un proceso de reorganización o de liquidación.

1.3. Anotación en cuenta.

El proceso de compensación y liquidación de valores incluye la comunicación de instrucciones de liquidación a los depósitos centralizados de valores en los cuales se encuentren depositados los valores y en virtud de lo cual éstos circulan sin necesidad de una entrega física del respectivo valor. En otros términos, el concepto de anotación en cuenta se refiere al registro que se efectúe de los derechos o saldos de los titulares de valores en las cuentas de depósito llevadas por un depósito centralizado de valores.

Conforme a lo anterior, la anotación en cuenta supone la desmaterialización de los valores objeto de negociación; es decir, la sustitución del documento físico por un registro contable.

La anotación en cuenta es constitutiva del respectivo derecho y, en esta medida, quien figure en los asientos del registro electrónico es el titular del valor correspondiente al registro y la persona legitimada para exigirle al emisor el cumplimiento de las obligaciones derivadas del mismo.

2. Los depósitos centralizados de valores.

Los depósitos centralizados de valores son entidades que tienen por objeto servir como depositarios de valores desmaterializados, y los cuales liquidan y compensan operaciones sobre valores, y registran transferencias y gravámenes sobre los mismos.

Los depositantes en estos depósitos son de dos tipos: los depositantes directos y los depositantes indirectos.

- i) Depositantes directos. Son las entidades autorizadas para contratar directamente con los depósitos centralizados de valores para depositar los correspondientes valores. Estas entidades comprenden las entidades inspeccionadas y vigiladas por las Superintendencias Financiera, las entidades públicas, los emisores con valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, y otros depósitos centralizados de valores.
- ii) Depositantes indirectos: Son aquellas personas naturales o jurídicas que no tienen la facultad de actuar como depositantes directos y que para acceder a los servicios del depósito deben suscribir

un contrato de mandato con un depositante directo, otorgándole la facultad para que actúe en su nombre ante el depósito centralizado.

Con relación a los depósitos centralizados, resulta relevante tener en cuenta: (i) las entidades autorizadas para actuar como depósitos de valores, (ii) la titularidad y transferencia de los valores depositados, y (iii) el perfeccionamiento del depósito.

2.1. Entidades autorizadas para actuar como depositarios de valores.

Pueden actuar como depósitos centralizados de valores las sociedades anónimas que se constituyan exclusivamente para tal objeto y que cuenten con autorización por parte de la Superintendencia Financiera.

Así mismo, el Banco de la República está autorizado para recibir en depósito y administración los valores que emita, garantice o administre el propio Banco, así como los valores que constituyan inversiones forzosas o sustitutivas de las entidades financieras, distintos de las acciones. Las inversiones forzosas son aquellas que por disposición legal o reglamentaria, y en los montos que fije la ley o el reglamento, las entidades financieras están obligadas a suscribir. Las inversiones sustitutivas son aquellas inversiones que señale el Banco de la República que pueden sustituir las inversiones obligatorias de las entidades financieras.

En consideración a las anteriores normas, actualmente existen dos depósitos centralizados de valores:

- i) Depósito Centralizado de Valores - Deceval S.A. Es una sociedad anónima cuyos accionistas son entidades del sector financiero y del mercado

de valores, que tiene como fin exclusivo la administración y depósito de valores que no estén reservados al Banco de la República. Deceval S.A. se constituyó en 1992, fue autorizado por la Superintendencia de Valores en 1993, e inició formalmente operaciones en 1994.

- ii) Depósito Central de Valores – DCV. El DCV es el depósito de valores administrado por el Banco de la República, cuya primera consagración legal se dio en 1990. Según se mencionó, este depósito administra los valores emitidos o garantizados por el Banco de la República, así como

los valores que constituyen inversiones obligatorias o sustitutivas de las obligatorias de las instituciones financieras.

Pueden tener acceso a este depósito, como depositantes directos, las entidades sujetas a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera y las entidades públicas. Las personas naturales y sociedades distintas de las anteriores pueden tener acceso al DCV como depositantes indirectos, a través de un depositante directo.

2.2. Titularidad y transferencia de los bienes depositados.

Al ser depositado un valor en un depósito centralizado de valores se desincorpora o desmaterializa dicho valor, por lo cual su titular es únicamente quien figure como tal en el respectivo registro. Sin embargo, en el caso de valores nominativos, su transferencia únicamente se perfecciona con la inscripción de la misma en el registro que para ese efecto lleve el emisor.

La transferencia de los valores que se encuentren en un depósito centralizado de valores puede hacerse por el simple registro en el depósito descentralizado de valores, previa orden escrita del titular de dichos valores.

Cuando la negociación se realice mediante la BVC, el depositante o la entidad que actúe a su nombre ante el depósito informa a este último y la BVC procede a comunicar la respectiva transferencia. En el evento en que la persona que actúe como mandatario ante el depósito sea una comisionista de bolsa, en el contrato de depósito se debe estipular que las órdenes de transferencia se deben comunicar por intermedio de la BVC.



Esta titularidad sobre los valores es acreditada mediante un certificado expedido por el depósito centralizado de valores. Mediante el envío de estos certificados por el depósito de valores al emisor, los titulares de los correspondientes valores pueden ejercer sus derechos patrimoniales.

Así mismo, estos certificados son expedidos para el ejercicio de los derechos de participación y voto en las asambleas generales de accionistas. Cuando se expida un certificado para ejercer los derechos incorporados en acciones o en bonos en una asamblea de accionistas o de tenedores de bonos, el depósito centralizado de valores no puede registrar transferencias sobre tales valores mientras no se le restituya el certificado, o bien sea informado por el emisor o por el representante de los tenedores de los bonos que la asamblea se realizó.

2.3. Perfeccionamiento del depósito.

El contrato de depósito celebrado con los depósitos de valores se perfecciona mediante la figura del endoso en administración, mediante la cual el depositario de los valores, sin hacerse titular del valor que se le da en depósito, se obliga a custodiarlo, administrarlo y a registrar las enajenaciones y gravámenes que el depositante le comunique. Así mismo, el depositario está obligado a restituir el valor custodiado cuando así se lo requiera.

El depositante, por su parte, tiene la obligación de garantizar la autenticidad e integridad del valor depositado, así como se obliga a responder por la identificación

del último endosante. Por lo tanto, recibido un valor por parte del depósito centralizado de valores, el mismo se considera libre de gravámenes o embargos, y el depositante que lo haya entregado responde de todos los perjuicios que se causen a terceros.

El depósito de valores en particular se entiende sin perjuicio de la posibilidad de depositar emisiones. En este caso, el emisor debe entregar uno o varios macrotítulos o títulos globales, los cuales representan la totalidad o parte de la emisión.

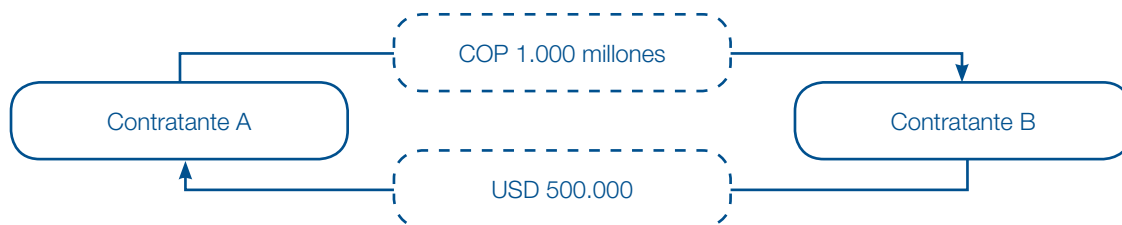
3. Las cámaras de riesgo central de contraparte.

Respecto a las cámaras de riesgo central de contraparte (CRCC), a continuación se describe (i) su funcionamiento general y requisitos para que determinada entidad pueda operar como CRCC, (ii) los participantes en las transacciones que se llevan a cabo a través de una CRCC, y (iii) los principales aspectos de la CRCC de Colombia S.A.

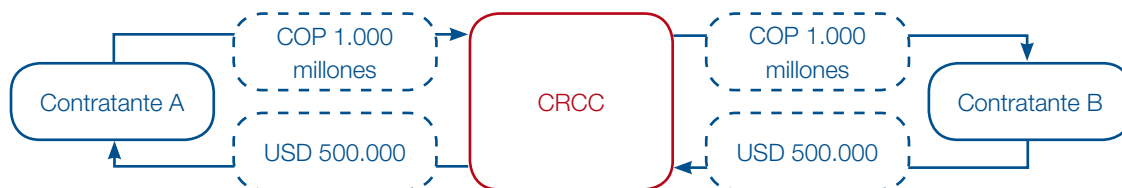
3.1. Funcionamiento general.

Las CRCC son entidades cuyo objeto es actuar como contraparte central de operaciones sobre valores y derivados, mediante su interposición entre las partes, con el fin de convertirse simultáneamente en el comprador y en el vendedor de las operaciones. Lo anterior tiene por objeto reducir los riesgos de incumplimiento de las obligaciones derivadas de las operaciones sobre valores. De hecho, en virtud de norma expresa, quienes actúen como contraparte con una CRCC deben asignar un valor de cero a la exposición de riesgo de crédito de contraparte en las operaciones aceptadas por la CRCC, así como a la exposición de crédito de contraparte a las garantías otorgadas por la CRCC. Esta función de las CRCC se ilustra en la siguiente gráfica:

Gráfica 21. Función general de las CRCC.
TRANSACCIONES SIN CRCC



TRANSACCIONES CON CRCC



Las CRCC deben constituirse como sociedades anónimas, inscribirse en el Registro Nacional de Agentes del Mercado, cumplir con el procedimiento de constitución previsto en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero para instituciones financieras, y tener por objeto exclusivo la prestación del servicio de compensación como contraparte central de operaciones.

En desarrollo de este objeto, las CRCC están habilitadas de manera general para desarrollar las siguientes actividades:

- i) Constituirse como acreedoras y deudoras recíprocas de los derechos y obligaciones que se derivan de operaciones que hayan sido previamente aceptadas para su compensación y liquidación, asumiendo tal carácter frente a las partes en la operación de forma irrevocable. Las partes, a su vez, mantienen el vínculo jurídico con la contraparte central y no entre sí.
- ii) Administrar sistemas de compensación y liquidación de operaciones.
- iii) Exigir, recibir y administrar las garantías que hayan sido otorgadas por las partes en una transacción.
- iv) 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 respectivos.
- v) 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 prestan mérito ejecutivo, siempre que se acompañen de los documentos en los que consten las obligaciones que les dieron origen. Lo anterior indica que las certificaciones de los registros de las CRCC pueden ser exigidas a través de un proceso ejecutivo.

3.2. Intervinientes en las transacciones que se desarrollan a través de una CRCC.

Para que una transacción sobre determinado activo pueda ser realizada a través de una CRCC, es necesario que las contrapartes de dicha entidad centralizada sean de aquellas que están autorizadas para actuar como tales. Las entidades autorizadas para actuar como contrapartes de las CRCC son:

- i) Las entidades sujetas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera.
- ii) Los intermediarios de cualquier clase de derivado, instrumento, producto, bien transable o contrato, que tengan acceso directo a los medios de pago y de entrega establecidos por las CRCC.
- iii) Las entidades públicas legalmente facultadas para utilizar sistemas de negociación cuando realicen operaciones de tesorería.
- iv) La Nación – Ministerio de Hacienda y Crédito Público.
- v) El Banco de la República.
- vi) Las entidades del exterior autorizadas para ser contrapartes de las CRCC, que se encuentren bajo la supervisión de una autoridad equivalente a la Superintendencia Financiera.

En desarrollo de lo anterior, dentro del contexto de la CRCC de Colombia S.A., la cual se describe más adelante en la siguiente sección, pueden existir tres

clases de participantes en las transacciones que se desarrollan a través de las CRCC: los miembros liquidadores, los miembros no liquidadores y los terceros.

i) Miembros liquidadores.

Son las entidades que tienen acceso directo a una CRCC, a través de las cuales ésta acredita y debita de las cuentas respectivas, en desarrollo de operaciones realizadas por su conducto en la BVC o en un sistema transaccional.

Los miembros liquidadores, por lo tanto, son entidades con responsabilidades directas frente a las CRCC, por lo cual se les exigen requisitos especiales en términos de capacidad financiera y operativa.

Los miembros liquidadores pueden participar por cuenta propia, por cuenta de miembros no liquidadores o por cuenta de terceros.

ii) Miembros no liquidadores.

Son las entidades que tienen acceso a una CRCC, pero la liquidación de sus operaciones se hace a través de un miembro liquidador. Los miembros no liquidadores pueden activar por cuenta propia o por cuenta de terceros.

Estos miembros realizan sus operaciones directamente en los sistemas de negociación, pero el cumplimiento de sus obligaciones ante la CRCC es responsabilidad del miembro liquidador por intermedio del cual se compensa y liquida.

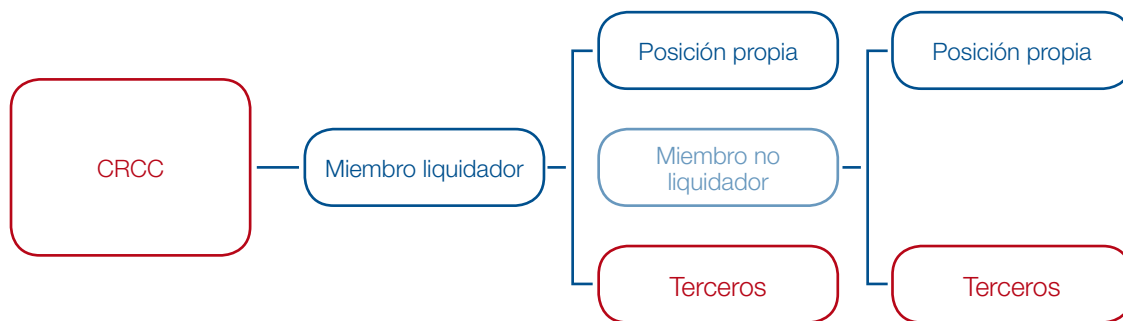
iii) Tercero.

Son las personas, naturales o jurídicas, y los patrimonios autónomos que sean partes de un contrato sobre determinado activo que se negocie o registre en la BVC

o en sistema transaccional, y que actúen a través de un miembro liquidador o de un miembro no liquidador, para compensar y liquidar operaciones.

Teniendo en cuenta lo anterior, los intervinientes en operaciones compensadas y liquidadas a través de las CRCC se pueden resumir de la siguiente forma:

Gráfica 22. Función general de las CRCC.

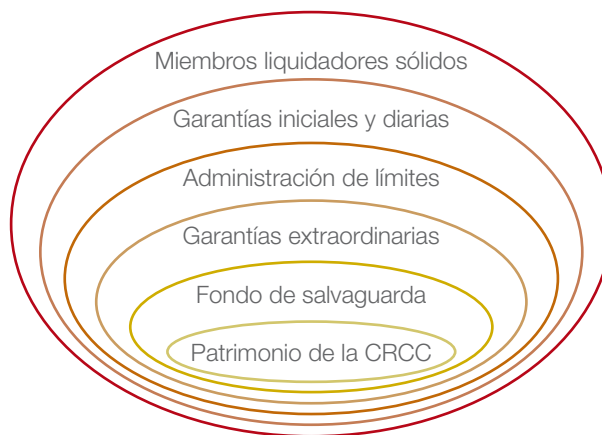


Fuente: CRCC de Colombia S.A.

Con base en lo anterior, y teniendo en cuenta (i) la posibilidad de constituir garantías ordinarias para la compensación y liquidación de operaciones a través de las CRCC, y (ii) la existencia de fondos especiales

para la protección de las CRCC en desarrollo de su objeto, el patrimonio de dicha entidad está protegido por varios anillos de seguridad, según se muestra a continuación:

Gráfica 23. Anillos de seguridad patrimonial de la CRCC.



Fuente: CRCC de Colombia S.A.

3.3. La CRCC de Colombia.

En desarrollo de las anteriores disposiciones, la Superintendencia Financiera, mediante la Resolución 1586 de 2007, autorizó la constitución de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia S.A. (CRCCC). Los socios de la Cámara están compuestos por proveedores de infraestructura, establecimientos de crédito y comisionistas de Bolsa.

La CRCCC tiene como órganos de gobierno la asamblea general de accionistas, la junta directiva, el comité de riesgos, el comité de auditoría, los representantes legales, y el revisor fiscal:

i) Asamblea general de accionistas.

La asamblea general de accionistas se compone de todos los accionistas inscritos en el libro de registro de acciones, o de sus representantes o mandatarios, reunidos conforme a la ley y los estatutos.

Al igual que en el régimen general de las sociedades anónimas, la asamblea general de accionistas de la CRCCC funciona bajo el principio de *one-share-one-vote*, de acuerdo con el cual cada accionista tiene derecho a emitir tantos votos cuantas acciones posea.

ii) La junta directiva.

A la junta directiva le corresponde la ejecución de tareas de dirección y organización de la sociedad, así como la verificación de la existencia y efectividad de mecanismos de control interno.

La junta directiva de la CRCCC está conformada por quince (15) miembros, elegidos por la asamblea general de accionistas, de los cuales seis (6) miembros deben ser independientes. La junta directiva no puede tener miembros suplentes.

La elección de los miembros de la junta directiva se realiza mediante el sistema de cuociente electoral. Los miembros independientes son elegidos en votaciones separadas de las de los demás miembros de la junta directiva, con sujeción igualmente al sistema de cuociente electoral.

iii) Comité de riesgos.

El comité de riesgos es un órgano colegiado, el cual tiene como finalidad evaluar las políticas, mecanismos y procedimientos de riesgos implementados por la CRCCC, así como recomendar las medidas o ajustes a que haya lugar.

El comité de riesgos está integrado por cinco (5) miembros designados por la junta directiva, de los cuales por lo menos dos (2) deben ser miembros de la junta directiva que tengan el carácter de independientes.

iv) Comité de auditoría.

El comité de auditoría es un órgano colegiado, el cual tiene como finalidad verificar que el sistema de control interno de la CRCCC funcione de manera eficaz, así como el cumplimiento de las funciones de auditoría, sin perjuicio de las funciones atribuidas al revisor fiscal.

El comité de auditoría está integrado por tres (3) miembros designados por la junta directiva, de los cuales por lo menos dos (2) deben ser miembros independientes de la junta directiva.

v) Representantes legales.

Los estatutos de la CRCCC prevén que dicha entidad tenga un gerente y dos suplentes designados por la junta directiva. Los suplentes del gerente lo reemplazan cuando éste falte de manera temporal, accidental o absoluta. Las personas que ocupen tales cargos y las demás que la junta directiva determine tienen el carácter de representantes legales de la sociedad, pueden actuar separadamente y tienen las facultades y atribuciones que la misma junta directiva determine.

En términos generales, el gerente o su suplente, si es el caso, tiene la responsabilidad de representar a la CRCCC ante los accionistas, ante terceros y ante las autoridades, celebrando y ejecutando todos los actos u operaciones comprendidos dentro del objeto de la CRCCC, así como aquellos que no estén comprendidos dentro del objeto social pero que sean autorizados por la junta directiva, con las excepciones previstas en los estatutos.

vi) El revisor fiscal.

La asamblea general de accionistas debe elegir un revisor fiscal con un suplente que reemplace al principal en sus faltas ocasionales, temporales o absolutas. La elección se realiza de las opciones que le sean presentadas por la junta directiva, o por los accionistas de acuerdo con lo establecido en el reglamento de la asamblea.

En términos generales, el revisor fiscal tiene la responsabilidad de verificar que las operaciones que se celebren por parte de CRCCC se ajusten a los estatutos y a las decisiones de la asamblea gene-

ral y de la junta directiva, informando a la asamblea general, a la junta directiva o al gerente sobre las irregularidades que ocurran en el desarrollo del objeto de la sociedad.

4. Sistemas de negociación y registro de valores.

4.1. Sistemas de negociación de valores.

Un sistema de negociación de valores es un mecanismo de carácter multilateral y destinado a la realización de transacciones, mediante el cual concurren las entidades afiliadas al mismo, conforme a las reglas establecidas en el respectivo reglamento, para la realización en firme de ofertas sobre valores que se cierran en el sistema y para la divulgación al mercado sobre dichas operaciones.

Un sistema de registro de operaciones sobre valores es el mecanismo que tiene por objeto recibir y registrar información de operaciones sobre valores que realicen en el mercado mostrador los afiliados a dichos sistemas, o los afiliados al mismo con personas o entidades no afiliadas a tales sistemas.

Todas las operaciones en el mercado mostrador deben ser registradas por los intervinientes, y tal registro es condición necesaria para que las operaciones realizadas de esa forma sean compensadas y liquidadas bajo las condiciones que se señalan más adelante.

Las operaciones realizadas en el mercado mostrador entre afiliados a sistemas de registro de operaciones sobre valores y no afiliados a los mismos deben ser registradas por el afiliado. Además, si se trata de operaciones celebradas como consecuencia de la participación de un intermediario de valores en desarrollo del contrato de corretaje, los registros respectivos deben ser efectuados por dicho intermediario.

En esta sección se describen (i) las condiciones generales de constitución y funcionamiento de los sistemas de negociación de valores y de registro de operaciones sobre valores, (ii) los deberes de los administradores y (iv) los participantes en sistemas de negociación o de registro de operaciones sobre valores.

4.1.1. Condiciones generales de constitución y funcionamiento.

En los sistemas de negociación de valores o registro de operaciones sobre valores únicamente se pueden negociar o registrar valores distintos de acciones y bonos obligatoriamente convertibles en acciones, y, en adición a las demás operaciones que autorice la Superintendencia Financiera, únicamente pueden realizarse operaciones de contado, operaciones a plazo, operaciones de repo, simultáneas o de transferencia temporal de valores.

Además, todas las operaciones sobre valores realizadas en un sistema de negociación de valores o registradas en un sistema de registro de operaciones sobre valores deben ser compensadas y liquidadas por el sistema de entrega contra pago en los sistemas de compensación y liquidación autorizados.

La administración de sistemas de negociación de valores y de sistemas de registro de operaciones sobre valores sólo puede ser desarrollada por las entidades sometidas a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia, que se encuentren habilitadas para el efecto y que hayan sido autorizadas previa y expresamente por esta entidad respecto de los sistemas que se intenten administrar.

Para este fin, las siguientes entidades pueden actuar como administradores de sistemas de negociación y registro de operaciones sobre valores:

- i) El Banco de la República.
- ii) La BVC y las bolsas de productos agropecuarios, agroindustriales y de otros commodities.
- iii) Las sociedades anónimas que tengan por objeto exclusivo la administración de sistemas de negociación de valores.

En todo caso, las entidades que tengan la intención de administrar un sistema de negociación de valores o de registro de operaciones sobre valores deben cumplir con los requisitos que se describen a continuación:

Tabla 33. Requisitos para la administración de sistemas de negociación y registro de valores.	
Requisitos corporativos y administrativos.	Constituirse como sociedades anónimas. Este requisito no aplica para el Banco de la República.
	Ser autorizados por la Superintendencia Financiera.
	Inscribirse en el Registro Nacional de Agentes del Mercado, como proveedores de infraestructura.
Requisitos operativos	Establecer políticas y procedimientos para garantizar que los miembros de su junta directiva, representantes legales, funcionarios, empleados y personas vinculadas, sean aptas para ejercer los respectivos cargos. Este requisito no aplica para el Banco de la República.
	Establecer medidas administrativas y organizaciones para prevenir y gestionar conflictos de interés.
	Adoptar medidas para garantizar la continuidad y la regularidad de los mecanismos y dispositivos implementados para el funcionamiento del sistema de negociación o registro.
	Establecer procedimientos de administración y control interno de riesgos.

Además de los anteriores requisitos, ninguna persona puede ser beneficiaria real de un número de acciones que represente más del 30% del capital social de las sociedades cuyo objeto social exclusivo sea la administración de sistemas de negociación de valores o de registro de operaciones sobre valores. No obstante, la BVC y las bolsas de futuros y opciones, las bolsas de *commodities*, los depósitos centralizados de valores

y los organismos de autorregulación, pueden ser beneficiarios reales del cien por ciento (100%) del capital social del administrador de sistemas de negociación de valores o registro de valores.

4.1.2. Deberes de la entidad administradora de sistemas de negociación de valores o de registro de operaciones sobre valores.

Las entidades administradoras de sistemas de negociación de valores o de registro sobre valores deben cumplir con los siguientes deberes especiales en desarrollo de su objeto:

Tabla 34. Deberes de la entidad administradora de sistemas de negociación de valores o de registro de operaciones sobre valores.	
Deberes en materia de registro.	Llevar el registro de los afiliados al sistema o sistemas administrados, y mantenerlo actualizado.
	Llevar un registro de los valores que pueden ser transados o registrados por conducto del sistema.
	Llevar un registro de las operaciones sobre valores que se realicen o registren por conducto del sistema bajo su administración, de las posturas de oferta y demanda que se realicen en los sistemas de negociación de valores, y de los mensajes y avisos que se envíen a través de dichos sistemas.
	Llevar un registro de los operadores autorizados.
Deberes operativos y de revelación de información	Expedir el reglamento de funcionamiento del sistema o sistemas que administre.
	Recibir, evaluar, tramitar y decidir las solicitudes de afiliación al sistema o sistemas que administre.
	Adoptar mecanismos para facilitar la compensación y liquidación de las operaciones sobre valores ejecutadas o registradas por conducto de los sistemas bajo su administración.
	Contar con mecanismos para el manejo de la información de los sistemas que administran.
	Proveer información de precio o tasas y montos sobre las operaciones cerradas o registradas por su conducto a los proveedores de precios que autorice la Superintendencia Financiera.
	Prestar a los organismos de autorregulación aprobados por la Superintendencia Financiera la colaboración necesaria para el cumplimiento de sus funciones, incluyendo el suministro de la información que éstos requieran para el desarrollo y cumplimiento de tales funciones.
	Guardar confidencialidad sobre la información reservada de los afiliados y los antecedentes relacionados con las operaciones realizadas o registradas, sin perjuicio de la información que deba reportarse a las autoridades competentes.
Deberes de supervisión.	Supervisar el funcionamiento del sistema bajo su administración.

4.1.3. Afiliados.

Las personas que tengan la intención de afiliarse a un sistema de negociación de valores o de registro de ope-

raciones sobre valores deben ser autorizados conforme a las reglas establecidas en el reglamento del respectivo sistema.

En todo caso, para negociar a través de un sistema de negociación de valores o registrar en un sistema de registro de operaciones, se deben cumplir los siguientes requisitos:

Tabla 35. Requisitos de afiliación a un sistema de negociación de valores o de registro de operaciones sobre valores.	
Requisitos de inscripción y afiliaciones.	Estar inscrito en el Registro Nacional de Agentes del Mercado.
	Ser admitido como afiliado al sistema de negociación de valores o a un sistema de registro de operaciones sobre valores, según sea el caso.
	Ser miembro de un organismo autorregulador.
Otros requisitos.	Manifestar expresamente su aceptación de los reglamentos, circulares, instructivos operativos, y demás normas que expidan los administradores del sistema de negociación de valores o del sistema de registro de operaciones sobre valores.
	Disponer, en todo momento, de la capacidad administrativa, operativa y técnica, necesaria para operar en el sistema de negociación de valores o en el sistema de registro de operaciones sobre valores.
	Ser un intermediario de valores vigilado por la Superintendencia Financiera de Colombia o una entidad pública autorizada para ser afiliada a un sistema de negociación de valores.
	Participar, cuando así lo disponga el administrador respectivo, en las pruebas o programas implementados para verificar y garantizar el adecuado funcionamiento del sistema o sistemas y de los planes de contingencia.

5. La calificación de riesgos.

La calificación de riesgos es un concepto emitido por una sociedad calificadora de valores sobre la calidad crediticia de una emisión o capacidad de pago del capital y los rendimientos a que dan derecho los valores emitidos por parte del emisor. En cuanto a calificación de riesgos, a continuación se hace referencia al régimen de las sociedades calificadoras de riesgos y al procedimiento de calificación.

5.1. Calificadoras de riesgo.

Las calificadoras de riesgo son entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera y, por lo tanto, requieren autorización de esta entidad e inscripción en el Registro Nacional de Intermediarios del Mercado para funcionar. En Colombia están autorizadas como calificadoras de riesgo Duff & Phelps Colombia S.A., BRC Services Colombia S.A. y Value and Risk Rating S.A.

Las calificadoras de riesgos deben constituirse como sociedades anónimas cuyo objeto social exclusivo es la calificación de valores o riesgos relacionados con la actividad financiera, aseguradora, bursátil o cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público.

Las calificaciones que emiten las calificadoras de riesgo en desarrollo de su actividad constituyen una estimación razonable sobre la probabilidad de que la entidad calificada cumpla con sus obligaciones contractuales o legales, sobre el impacto de los riesgos que está asumiendo el calificado, o sobre la habilidad para administrar inversiones o portafolios de terceros, según sea el caso.

En particular, dentro del objeto autorizado de las calificadoras de riesgo se encuentran las siguientes actividades, además de las que se incluyan en el reglamento de la respectiva calificadora:

- i) Calificación del emisor o contraparte, de la emisión de deuda y de la capacidad de cumplir oportunamente con flujos estimados en proyectos de inversión.
- ii) Calificación de riesgos de portafolios de inversión colectiva y calificación sobre la habilidad para administrar inversiones o portafolios de terceros.
- iii) Calificación de capacidad de pago de siniestros de las compañías de seguros.
- iv) Homologación de calificaciones otorgadas por agencias calificadoras de riesgos o valores extranjeras reconocidas por la Superintendencia Financiera, que no cuenten con presencia comercial en Colombia, y sólo para aquellos casos en los cuales se acepte la calificación por entidades del exterior.
- v) Las calificaciones que se exijan mediante normas especiales.

En el desarrollo de la actividad de calificación de valores, las calificadoras están sujetas a dos tipos de prohibiciones: unas prohibiciones de carácter general y unas prohibiciones especialmente dirigidas a garantizar su independencia. Estas prohibiciones se describen en la tabla a continuación:



Tabla 36. Prohibiciones aplicables a las calificadoras de riesgos.

Prohibiciones generales (aplicables a la calificadora de riesgos, sus accionistas y sus funcionarios).	Invertir en valores con calificación vigente otorgada por la misma calificadora, o en valores que vayan a ser o sean colocados por un intermediario cuya calificación vigente haya sido otorgada por la calificadora.
	Invertir en carteras colectivas que tengan calificación vigente otorgada por la misma calificadora o que sean administrados por una entidad cuya calificación haya sido otorgada por la calificadora y la calificación esté vigente.
	Asegurar u ofrecer al solicitante de la calificación un determinado resultado del proceso de calificación.
	Asesorar, directa o indirectamente, a personas diferentes a calificadoras del extranjero, incluyendo la asesoría para la toma de decisiones de inversión.
	Efectuar calificaciones a entidades en las que los socios o funcionarios de la calificadora reciban alguna remuneración proveniente de la entidad calificada, de sus funcionarios o de entidades vinculadas.
Situaciones en las cuales se considera que no hay independencia respecto al calificado. (Aplica para la sociedad, sus administradoras, miembros del comité técnico, funcionarios de nivel profesional o beneficiarios reales de cualquier parte del capital).	Tener o haber tenido dentro de los doce (12) meses anteriores a la fecha de la calificación el carácter de administradores, asesores o funcionarios del calificado, o haber desarrollado en el mismo período funciones de revisoría fiscal en el calificado.
	Tener o haber tenido dentro de los doce (12) meses anteriores a la calificación la calidad de beneficiario real de valores emitidos por el calificado, o haber recibido en garantía valores emitidos por el mismo.
	Tener o haber tenido dentro de los doce (12) meses anteriores a la calificación, el carácter de administradores, funcionarios o beneficiarios reales del tres por ciento (3%) o más del capital de: <ul style="list-style-type: none"> - La sociedad matriz del emisor. - De sus filiales o subordinadas. - De la entidad avalista de los valores objeto de calificación.
	Tener un contrato de prestación de servicios profesionales con: <ul style="list-style-type: none"> - El emisor. - La matriz o subordinadas de la matriz. - La entidad avalista de los valores objeto de calificación. - Los beneficiarios reales del tres por ciento (3%) o más del capital de una de estas sociedades.
	Haber intervenido a cualquier título en el diseño, aprobación y colocación del valor objeto de calificación.
	Ser beneficiarios reales del diez por ciento (10%) o más del capital de sociedades que se encuentren en alguna de las hipótesis previstas en los anteriores casos.
	Que sus cónyuges o parientes hasta el primer grado de consanguinidad, afinidad o civil, se encuentren en alguna de las situaciones anteriores.

5.2. Procedimiento de calificación.

5.2.1. Órgano competente para expedir calificaciones y metodología.

Toda calificación emitida por las sociedades calificadoras debe ser internamente aprobada por un comité técnico, de acuerdo con el reglamento y las metodologías que hayan sido adoptados previamente por la calificadora.

La sociedad calificadora, así como sus administradores, funcionarios y miembros del comité técnico, están obligados a mantener bajo reserva la información que dicha entidad calificada no está obligada a revelar al público de acuerdo con las normas vigentes.

5.2.2. Valores que deben calificarse.

Aunque por regla general no es obligatorio que el emisor y los valores emitidos sean calificados, para la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores y la autorización de su oferta pública, los valores que reúnan las siguientes condiciones deben tener por lo menos una calificación:

- i) Bonos ordinarios emitidos por entidades diferentes de los establecimientos de crédito o papeles comerciales, excepto los emitidos por el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras - FOGAFIN.
- ii) Bonos ordinarios o de garantía emitidos por establecimientos de crédito.

- iii) Bonos emitidos por entidades públicas, excepto aquellos que emita FOGAFIN.

- iv) Valores emitidos como resultado de un proceso de titularización.

Así mismo, las siguientes entidades públicas deben ser calificadas por una calificadora de valores:

- i) Los entes descentralizados del orden territorial, para poder gestionar endeudamiento externo y efectuar operaciones de crédito público externo o interno con plazo superior a un año.
- ii) Los departamentos, distritos y municipios de categorías especial 1 y 2, para la contratación de nuevos créditos.

5.2.3. Divulgación al mercado.

Una vez se ha otorgado la calificación, la calificadora debe informar la misma a la Superintendencia Financiera, a los sistemas de negociación en donde se vaya a negociar el valor y al público en general. Esta obligación se aplica igualmente para las revisiones periódicas y extraordinarias de la respectiva calificación.

Aunque la anterior publicación debe realizarse aún en contra de la voluntad del emisor calificado, éste puede solicitar, dentro de las veinticuatro (24) horas siguientes a la sesión del comité técnico en donde se haya aprobado la calificación, que ésta se mantenga en reserva. Para que esto sea viable, se requiere que:

- i) Sea la primera vez que se califique la emisión.
- ii) Los valores correspondientes a la emisión calificada no vayan a ser objeto de oferta pública en el mercado primario durante el término de vigencia de la calificación. Si el emisor decide ofrecer pública-

mente los valores, la calificadora debe publicar la calificación que haya sido otorgada a la emisión en el último año.

Sin embargo, aún en este caso de excepción, la sociedad calificadora debe remitir la calificación a la Superintendencia Financiera dentro del término mencionado.

5.2.4. Revisión de la calificación.

Las calificaciones emitidas por las calificadoras de riesgo son objeto de dos tipos de revisiones: revisiones periódicas y revisiones extraordinarias.

En virtud de las revisiones periódicas, las calificadoras deben re-examinar las calificaciones otorgadas de conformidad con la periodicidad que se pacte, la cual en ningún caso puede superar un (1) año. Esta periodicidad se entiende como vigencia de la calificación, y el plazo de revisión se cuenta a partir del otorgamiento de la última calificación periódica o de la calificación inicial para aquellos casos en que sea la primera calificación. En virtud de las calificaciones extraordinarias, las calificadoras deben efectuar una supervisión permanente sobre las calificaciones otorgadas, y, en desarrollo de esta supervisión, deben informar al mercado cualquier situación extraordinaria o susceptible de afectar los fundamentos sobre los cuales se otorgó la calificación. Esta revisión en ningún caso suple la revisión periódica.

5.2.5. Tipos de calificaciones.

Existen varios tipos de calificaciones dependiendo del tipo de obligación que se califique, y, particularmente,

existen actualmente seis tipos de calificaciones en Colombia. Dentro de cada calificación se incluyen distintos grados, dependiendo de la calidad crediticia de cada entidad o valores. Adicionalmente, cada calificadora de valores en Colombia incluye aspectos especiales en las escalas de calificación.

A continuación se señalan los distintos tipos de calificaciones, las escalas de calificación y, cuando se aplique, los aspectos especiales en la calificación que son propios de cada calificadora.

5.2.5.1. Calificación de riesgo crediticio a largo plazo.

Las calificaciones de riesgo crediticio de largo plazo incluyen calificaciones para:

- i) Bonos ordinarios y bonos estructurados.
- ii) Bonos emitidos por entidades públicas.
- iii) Otras formas de endeudamiento a mediano y largo plazo.
- iv) Acciones preferenciales.
- v) Titularización de cartera y titularización de flujos futuros de dinero.
- vi) Project Finance.

La escala de calificación utilizada fluctúa entre AAA, para emisiones con la más alta calidad crediticia y donde los factores de riesgo son prácticamente inexistentes, y DD, calificación dada a las emisiones que se encuentran en incumplimiento de algún pago u obligación. A continuación se ejemplifica lo anterior tomando la tabla de calificación de una calificadora elegida aleatoriamente.

Tabla 37.1. Rango de calificaciones de largo plazo.	
AAA	Emisiones con la más alta calidad crediticia. Los factores de riesgo son prácticamente inexistentes.
AA+ AA AA -	Emisiones con muy alta calidad crediticia. Los factores de protección son fuertes. El riesgo es modesto, pero puede variar ligeramente en forma ocasional.
A+ A A-	Emisiones con buena calidad crediticia. Los factores de protección son adecuados. Sin embargo, en periodos de bajas en la actividad económica, los riesgos son mayores y más variables.
BBB+ BBB BBB-	Los factores de protección al riesgo son inferiores al promedio; no obstante, se consideran suficientes para una inversión prudente. Existe una variabilidad considerable en el riesgo durante los ciclos económicos, lo cual puede provocar fluctuaciones frecuentes en su calificación.
BB+ BB BB-	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. No obstante, se estima probable que el emisor pueda cumplir sus obligaciones al vencimiento de las mismas. Los factores de protección estimados fluctúan de acuerdo con las condiciones de la industria y la habilidad de la administración de la compañía. La calidad de estas emisiones puede variar frecuentemente.
B+ B B-	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Existe el riesgo de que el emisor no cumpla sus obligaciones. Los factores de protección financiera fluctúan ampliamente en los ciclos económicos, condiciones de la industria y la habilidad de la administración del emisor para manejarlos. Las emisiones calificadas en esta categoría también pueden variar frecuentemente.
C	Emisiones muy inferiores al grado de inversión. Se caracterizan por tener un alto riesgo en su pago oportuno. Los factores de protección son escasos y el riesgo puede ser sustancial en las situaciones desfavorables, tanto de la industria como del emisor.
D	Las emisiones de esta categoría se encuentran en incumplimiento de algún pago u obligación.
E	Sin suficiente información para calificar.

5.2.5.2. Calificación de riesgo crediticio de corto plazo.

Las calificaciones de riesgo crediticio de corto plazo incluyen calificaciones de:

- i) Emisiones de papeles comerciales.
- ii) Otras formas de endeudamiento a corto plazo.

La escala de calificación fluctúa de *DP1+*, *BRC1+* o *VrR1+*, para emisiones con la más alta certeza de pago oportuno, a *DP5*, *BRC5* o *VrR5*, para las emisiones que se encuentran en incumplimiento de algún pago u obligación. El número seis se utiliza para indicar que no se tiene suficiente información para calificar. Por otra parte, las iniciales corresponden a la calificador que emite la calificación. DP corresponde a calificaciones emitidas por Duff & Phelps, BRC corresponde a calificaciones emitidas por BRC S.A., y VrR corresponde a calificaciones emitidas por Value and Risk Rating.

Las calificaciones en orden descendente son: 1+, 1, 1-, 2, 3, 4 y 5. BRC contempla así mismo la calificación 2+, y Value and Risk Rating contempla la nomenclatura (-) y (+) para el nivel 3 de calificación.

A continuación se ejemplifica lo anterior tomando la tabla de calificación de una calificadora elegida aleatoriamente.

Tabla 37.2. Rango de calificaciones de corto plazo.	
Nivel alto	
1+	Emisiones con la más alta certeza de pago oportuno. La liquidez a corto plazo, factores de protección y acceso a fuentes alternas de recursos son sobresalientes.
1	Emisiones con muy alta certeza en el pago oportuno. Los factores de liquidez y protección son muy buenos y los riesgos insignificantes.
1-	Emisiones con alta certeza en el pago oportuno. La liquidez es alta y está soportada por altos factores de protección. Los riesgos tienen una magnitud baja.
Nivel bueno	
2	Emisiones con alta certeza en el pago oportuno. La liquidez y factores de protección son altos. Sin embargo, las necesidades continuas de fondos pueden incrementar los requerimientos totales de financiamiento. El acceso a los mercados de capitales es alto. Los factores de riesgo tienen una magnitud baja.
Nivel satisfactorio	
3	La liquidez es satisfactoria y otros factores de protección hacen que la emisión sea calificada como inversión aceptable. Es de esperar que se dé el pago oportuno. No obstante, los factores de riesgo son mayores y están sujetos a variaciones.
Nivel que no califica para inversión	
4	Emisiones con características de inversión especulativas. La liquidez no es suficiente para garantizar el servicio de la deuda. Los factores de protección están sujetos a un alto grado de variación.
Nivel de incumplimiento	
5	Las emisiones se encuentran en incumplimiento de algún pago u obligación.
6	Sin suficiente información para calificar.

Según lo indica la anterior tabla, se consideran calificaciones en el grado de inversión hasta 3 y como

grado de alto riesgo o nivel que no califica para inversión 4, 5, y 6.

5.2.5.3. Fortaleza en la administración de portafolios.

La calificación de la fortaleza en la administración de portafolios de una compañía es una opinión sobre la habilidad de la respectiva sociedad para administrar inversiones y recursos de terceros. Para calificar la respectiva entidad administradora, se tienen en cuenta como principales factores de evaluación las fortalezas y debilidades de la administración de riesgo, la capacidad operativa, la estructura financiera, y la eficiencia y filosofía gerencial de la institución calificada.

La escala de calificación fluctúa de *aaa* a *d* en Duff & Phelps y de *P-AAA* a *P-B* en BRC. En Duff & Phelps, las calificaciones en grado descendiente son: *aaa*, *aa+*, *aa*, *aa-*, *a+*, *a*, *a-*, *bbb+*, *bbb*, *bbb-*, *bb+*, *bb*, *bb-*, *b+*, *b*, *b-*, *d* y *e*.

En el caso de BRC se utiliza la letra P antecediendo la respectiva calificación, de la siguiente forma: *P-AAA*, *P-AA+*, *P-AA*, *P-AA-*, etc.

En el caso de Value and Risk Rating S.A., el orden de calificación, de forma descendente, es el siguiente: *AAA*, *AA*, *A*, *BBB*, *BB*, *B*, *C*, *D* y *E*. Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre *AA* y *B*, la calificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-).

Lo anterior se ejemplifica en la siguiente tabla de calificación, tomada de una calificadora elegida aleatoriamente:



Tabla 37.3. Rango de calificaciones de administradores de portafolios.	
Sobresaliente	
aaa	La evaluación de factores es sobresaliente.
Alto	
aa+ aa aa-	La evaluación de factores es alta.
Bueno	
a+ a a-	La evaluación de factores es adecuada.
Aceptable	
bbb+ bbb bbb-	La evaluación de factores es aceptable.
Bajo	
bb+ bb bb-	La evaluación de factores, que incluyen primordialmente fortalezas y debilidades de la administración de riesgo, capacidad operativa, estructura financiera, así como la eficiencia y filosofía gerencial de las instituciones calificadas en esta categoría, es baja.
Mínimo	
b+ b b-	La evaluación de factores, que incluyen primordialmente fortalezas y debilidades de la administración de riesgo, capacidad operativa, estructura financiera, así como la eficiencia y filosofía gerencial de las instituciones calificadas en esta categoría, es mínima.
d	Las sociedades calificadas en esta categoría se encuentran intervenidas por las autoridades competentes y/o en proceso de liquidación.
c	Alta vulnerabilidad de pérdidas.
e	Sin suficiente información para calificar.

5.2.5.4. Riesgo crediticio y de mercado de carteras de inversión y de portafolios de inversión.

El riesgo crediticio de una cartera de inversión es la evaluación que se hace sobre el nivel de seguridad de la cartera. Para evaluar las carteras colectivas de inversión, se utiliza la misma escala de calificación que para obligaciones de largo plazo. La calificación AAA

se asigna a fondos o portafolios en que la seguridad es sobresaliente y D a los fondos de inversión que están incumpliendo con las cláusulas del reglamento o que no están siguiendo las regulaciones generales pertinentes a los fondos de inversión.

El riesgo de mercado señala la sensibilidad a las condiciones del mercado y la consecuente exposición a la volatilidad del valor del capital invertido. La escala de calificación fluctúa de 1 a 6.

A continuación se ilustra lo anterior tomando la tabla de calificación de una calificadora elegida aleatoriamente.

Tabla 37.4. Rango de calificaciones para carteras colectivas y portafolios de inversión.	
0	Fondos cerrados
Baja	
1	La sensibilidad a condiciones cambiantes del mercado y la consecuente exposición a la volatilidad del valor del capital invertido es baja.
Media Baja	
2	La sensibilidad a condiciones cambiantes del mercado y la consecuente exposición a la volatilidad del valor del capital invertido es baja, pero superior a la anterior categoría (media baja).
Media	
3	La sensibilidad a condiciones cambiantes del mercado y la consecuente exposición a la volatilidad del valor del capital invertido es media.
Media Alta	
4	La sensibilidad a condiciones cambiantes del mercado y la consecuente exposición a la volatilidad del valor del capital invertido es media, pero superior a la anterior categoría (media alta).
Alta	
5	La sensibilidad a condiciones cambiantes del mercado y la consecuente exposición a la volatilidad del valor del capital invertido es alta.
Muy Alta	
6	La sensibilidad a condiciones cambiantes del mercado y la consecuente exposición a la volatilidad del valor del capital invertido es superior a la alta (muy alta).

5.2.5.5. Titularizaciones inmobiliarias.

Las titularizaciones inmobiliarias califican la probabilidad de rendimientos en consideración a las perspectivas de valorización de los activos subyacentes, las condiciones de la emisión y los rendimientos que produzca el activo subyacente.

La escala de calificación de las titularizaciones fluctúa de *iAAA* a *iCCC*. La calificación *iAAA* señala valores que ofrecen la más alta calidad, en tanto que las calificaciones *iCCC* señalan valores que ofrecen una calidad incierta

Tabla 37.5. Rango de calificaciones de titularizaciones inmobiliarias.

iAAA	Los valores calificados en esta categoría ofrecen la más alta calidad, reflejo de las probabilidades de rendimiento dado por las perspectivas de valorización de los activos subyacentes, por los flujos de caja provenientes de los rendimientos del activo subyacente y por las condiciones de la emisión.
iAA+ iAA iAA -	Los valores calificados en esta categoría ofrecen una alta calidad. Sin embargo, ésta puede estar ligeramente afectada por las condiciones económicas cambiantes.
iA+ iA iA-	Los valores calificados en esta categoría ofrecen una muy alta calidad. Sin embargo, es más variable en períodos de inestabilidad económica.
iBBB+ iBBB iBBB -	Los valores calificados en esta categoría ofrecen una calidad promedio. Existe una variabilidad considerable durante los ciclos económicos, lo que puede provocar fluctuaciones frecuentes en su calificación.
iBB+ iBB i BB-	Los valores calificados en esta categoría ofrecen una calidad inferior al promedio. Existe una variabilidad considerable durante los ciclos económicos, lo que puede provocar fluctuaciones frecuentes en su calificación.
iB+ iB iB-	Los valores calificados en esta categoría ofrecen una calidad muy inferior al promedio. Existe una variabilidad considerable durante los ciclos económicos. Las emisiones calificadas en esta categoría también pueden variar con frecuencia.
iCCC	Los valores calificados en esta categoría ofrecen una calidad incierta.
iEE	Sin suficiente información para calificar.

Separador Capítulo VIII
OPERACIONES
ESPECIALES

Separador Capítulo VIII
OPERACIONES
ESPECIALES



Esta sección se refiere a operaciones que, debido a su estructura, las normas sobre valores regulan de forma especial. Estas operaciones son (i) las operaciones de reporto, simultáneas y de transferencia temporal de valores; (ii) los carruseles; (iii) las operaciones a plazo; y (vi) los derivados financieros.

1. Operaciones de reporto o repo, simultáneas y de transferencia temporal de valores.

En términos generales, una operación de reporto o repo es una venta con pacto de recompra sobre valores, es decir, una operación en la cual una parte (el “Enajenante”) transfiere la propiedad a la otra (el “Adquirente”) sobre valores a cambio del pago de una suma de dinero (el “Monto Inicial”), y en donde el Adquirente, al mismo tiempo, se compromete a transferir al Enajenante, valores de la misma especie y características a cambio del pago de una suma de dinero (“Monto Final”) en la misma fecha o en una fecha posterior previamente acordada. Desde el punto de vista financiero, la operación puede ser vista como una financiación otorgada por el Adquirente al Enajenante.

Las operaciones simultáneas tienen la misma estructura de los repos. Sin embargo, se diferencian por los siguientes aspectos principales:

- i) En las operaciones simultáneas, el Monto Inicial no puede ser calculado con un descuento sobre el precio de mercado de los valores objeto de la operación, mientras que en los repos sí es posible calcular el Monto Inicial con un descuento sobre el valor de mercado.
- ii) En las operaciones simultáneas no puede establecerse que, durante la vigencia de la operación, se sustituyan los valores inicialmente entregados por otros, mientras que en los repos sí es posible.
- iii) En las operaciones simultáneas no pueden establecerse restricciones a la movilidad de los valores objeto de la operación, mientras que en los repos es posible restringir la movilidad de los valores. Es por esta razón que en los repos se distingue entre:
 - Repos abiertos, en donde no hay inmovilización de los valores y, por lo tanto, es posible que el Adquirente cumpla con su obligación de retransferir valores de la misma especie y características.
 - Repos cerrados, en donde las partes acuerdan inmovilizar los valores objeto de la operación y, por lo tanto, el Adquirente solamente podrá cumplir con sus obligaciones por medio de la entrega de los mismos valores (a menos que se haya pactado la posibilidad de sustituirlos). De acuerdo con el Capítulo XIX de la Circular Básica

Contable y Financiera expedida por la Superintendencia Financiera, se entiende que los repos son cerrados a menos que las partes pacten expresamente en contrario.

Finalmente, las operaciones de transferencia temporal de valores (TTVs) son aquellas en las que una parte (el “Originador”) transfiere la propiedad de un número determinado de valores a la otra (el “Receptor”), con el acuerdo de que el Receptor los retransfera en la misma fecha o en una fecha posterior. El Receptor, por su parte, debe transferir al Originador la propiedad de otros valores o una suma de dinero de valor igual o mayor al de los valores objeto de la operación.

En el momento en que se revierta la operación, tanto el Originador como el Receptor deben restituir la propiedad de valores de la misma especie y características de aquellos recibidos en la operación o la suma de dinero recibida, según sea el caso.

Los repos, las operaciones simultáneas y las operaciones de transferencia temporal de valores tienen las siguientes características distintivas:



Tabla 38. Principales características de las operaciones de reporto o repo, simultáneas y las transferencia temporal de valores.			
Característica	Repos	Simultáneas	Operaciones de transferencia temporal de valores
Plazo en operaciones realizadas a través de sistemas de negociación de valores.	Los plazos a los cuales se pueden celebrar las operaciones deben ser establecidos por los reglamentos de la BVC y de los sistemas de negociación de valores.		
Plazo en operaciones no realizadas a través de sistemas de negociación de valores.	Cuando la operación no se realice a través de la BVC o de sistemas de negociación de valores, las partes deben acordar el plazo de la misma.		
Plazo inicial máximo.	El plazo de la operación inicialmente convenido no puede ser superior a un (1) año, contado a partir de la celebración de la respectiva operación.		
Monto inicial.	Puede ser calculado con un descuento sobre el precio de mercado de los valores objeto de la operación.	No puede ser calculado con un descuento sobre el precio de mercado de los valores objeto de la operación.	No existe el término como tal. El pago que realiza el Receptor, debe calcularse de conformidad con lo dispuesto en los reglamentos de la BVC o de los sistemas de negociación de valores, o acordada por las partes, dependiendo del caso.
Restricciones a la movilidad de los valores.	Pueden establecerse restricciones a la movilidad de los valores.	No pueden establecerse restricciones a la movilidad de los valores objeto de la operación.	Pueden establecerse restricciones a la movilidad de los valores (cuando el Receptor entregue valores al Originador).
Carácter unitario de la operación.	Se entiende para todos los efectos que todas las operaciones constituyen una misma operación.		

Las operaciones de reporto o repo, simultáneas y de transferencia temporal de valores pueden entenderse formalmente como una operación por medio de la cual se transfiere la propiedad de los valores, mientras que, desde el punto de vista financiero, este tipo de operaciones son generalmente tratadas como una financiación. Estas diferentes perspectivas tienen un impacto en la estructura de las operaciones y, especialmente, respecto de su tratamiento financiero, tributario y contable. La Superintendencia Financiera ha tomado en cuenta los dos puntos de vista y ha expedido instrucciones al respecto, contenidas en el Capítulo XIX de la Circular Básica Contable y Financiera, en los siguientes términos generales:

- i) El Enajenante, Originador o Receptor debe reclasificar los valores que haya entregado y registrarlos en sus cuentas de orden de tal forma que muestren la entrega de los mismos. En caso que se presente el incumplimiento de la operación o su contraparte sea objeto de un proceso concursal, toma de posesión para liquidación o acuerdo global de reestructuración de deudas, el Enajenante, Originador o Receptor debe retirar los valores de su balance general.
- ii) El Adquirente, Receptor u Originador debe registrar la recepción de los valores en sus cuentas de orden. Los valores recibidos solamente pueden registrarse en el balance general cuando se presente el incumplimiento de la operación o la otra parte sea objeto de un proceso concursal.
- iii) Ambas partes deben registrar los fondos recibidos a través de tales operaciones como un derecho o una obligación, dependiendo del caso.

Una de las principales características de las operaciones de reporto o repo, simultáneas y transferencia temporal de valores es el tratamiento que reciben en caso de (i) incumplimiento o (ii) de inicio de procesos concursales con respecto a alguna de las dos partes:

- i) Si quien inicialmente transfirió los valores no paga el precio de readquisición, su contraparte puede mantener la propiedad sobre tales valores y debe entregarle a la parte incumplida, en un plazo máximo de cinco días hábiles contados a partir del día en que se haya presentado el incumplimiento, la diferencia entre el precio acordado y el precio de mercado en la fecha en que haya ocurrido el incumplimiento.
- ii) Si quien inicialmente adquiere los valores no los retransfiere, su contraparte no tiene que pagar el precio de readquisición de los mismos y tiene derecho a que, en un plazo máximo de cinco días hábiles contados a partir del día en que se haya presentado el incumplimiento, le entreguen la diferencia entre el precio acordado y el precio de mercado en la fecha en que haya ocurrido el incumplimiento.
- iii) En el caso de transferencias temporales de valores en las que ambas partes se encuentran obligadas a retransferir unos valores y una de las partes no lo hace, la parte cumplida puede mantener la propiedad sobre tales valores y, en caso que en la fecha de incumplimiento haya diferencias entre el precio de mercado de los valores recibidos y los entregados, la parte que haya entregado el valor con un precio más alto tiene derecho a que, en un plazo máximo de cinco días hábiles contados a partir del día en que se haya presentado el incumplimiento, le entreguen la diferencia entre los precios de los valores.

Además de lo anterior, en caso que se presente un procedimiento concursal, toma de posesión para liquidación o un acuerdo global para la reestructuración de deudas, y todavía no se haya cumplido con la operación de repo o de transferencia temporal de valores, la operación se da por terminada de forma anticipada y se aplican las mismas reglas que en los casos de incumplimiento. Los créditos que se generen a favor de la parte que no haya sido afectada por alguno de los procedimientos anteriormente señalados no hacen parte de la masa concursal.

2. Carrusel.

Las operaciones *Carrusel*, también conocidas como operaciones “por tramos”, son aquellas en las cuales existe un compromiso asumido entre varios inversionistas de rotarse entre ellos la posesión de un valor de renta fija, de tal manera que la suma de los periodos en que cada uno de los participantes posee el valor coincide con el plazo total para el vencimiento del título.

Las siguientes son las principales características de las operaciones carrusel:

- i) Se realizan, en principio, sobre un mismo valor.
- ii) Todos los tramos se acuerdan de manera simultánea y al inicio de la transacción.
- iii) Los compromisos de compraventa se hacen efectivos en fechas futuras y definen quién es el propietario del valor durante un lapso determinado.

iv) El carrusel es considerado como una operación de carácter bursátil, a pesar de que algunos de los tramos que componen la operación pueden realizarse a través del mercado OTC. De hecho, la obligación de ejecutar el carrusel a través de la BVC se aplica únicamente respecto del tramo inicial.

v) Estas operaciones pueden celebrarse tanto en el mercado primario como en el mercado secundario sobre valores registrados en la BVC.

3. Operaciones a plazo.

Las operaciones a plazo son un tipo de operación con derivados. Sin embargo, dado que la regulación aplicable establece un tratamiento especial para las mismas, se tratan en esta guía de manera independiente.

Se considera que una operación en la BVC es a plazo, cuando se pacte que su cumplimiento se realizará en una fecha posterior de la que le correspondería si se hubiera realizado de contado y, en todo caso, no después de trescientos sesenta y cinco (365) días calendario. Las operaciones a plazo pueden ser de cumplimiento efectivo o de cumplimiento financiero.

Las de cumplimiento efectivo son aquellas operaciones a plazo en las cuales el vendedor y el comprador se obligan irrevocablemente a entregar los valores vendidos en la fecha de cumplimiento de la operación, el primero, y a pagar en dicha fecha el precio pactado, tratándose del segundo.

Las operaciones a plazo de cumplimiento financiero son aquellas en las cuales el cumplimiento se hace

únicamente con la entrega del diferencial en dinero entre el precio establecido en la operación a plazo y el precio de mercado del valor correspondiente en día de cumplimiento de la operación. La entrega se hace por parte del vendedor o del comprador según el precio de mercado sea superior o inferior, respectivamente, al fijado en la operación a plazo.

En las operaciones a plazo se debe constituir una garantía básica y una garantía de variación para ase-

gurar el cumplimiento de las obligaciones de los contratantes.

La garantía básica es aquella que debe constituir tanto el comprador como el vendedor por su participación en las operaciones a plazo. La garantía de variación se debe constituir por parte del comprador o del vendedor, según sea el caso, desde el momento en que se celebre la operación a plazo hasta el momento de su cumplimiento, cuando exista un cambio en los precios de mercado en relación con el precio pactado para la operación a plazo. La garantía total para cada una de las partes en una operación a plazo está conformada por la suma de la garantía básica más la garantía de variación que efectivamente debe constituir.

A continuación se ilustran las principales diferencias entre las operaciones de cumplimiento efectivo y las operaciones de cumplimiento financiero:



Tabla 39. Diferencias entre las operaciones de cumplimiento efectivo y las operaciones de cumplimiento financiero.

Característica	Cumplimiento efectivo	Cumplimiento financiero
Valores sobre los que pueden recaer.	Acciones, bonos convertibles en acciones, valores de participación emitidos en procesos de titularización y valores de renta fija.	TES cuyo plazo no exceda de un año contado a partir de la fecha fijada para el cumplimiento de la operación y contratos sobre índices bursátiles, índices de divisas o índices de rentabilidad.
Cumplimiento.	<p>Cuando estas operaciones versen sobre acciones, tienen fechas fijas para su cumplimiento, previamente establecidas en los reglamentos de la BVC.</p> <p>El cumplimiento de estas operaciones no puede anticiparse ni ser objeto de aplazamiento.</p>	El cumplimiento de estas operaciones puede anticiparse en cualquier momento si existe voluntad de las dos partes para hacerlo.
Garantía Básica.	<p>En operaciones sobre acciones y boceas:</p> <p>i. No puede ser inferior al diez por ciento (10%) del valor total de los valores pactados para la operación, si las acciones son de alta o media bursatilidad.</p> <p>ii. No puede ser inferior al diez por ciento (10%) del valor total de los valores pactados para la operación, cuando las acciones sean de baja, mínima o ninguna bursatilidad.</p> <p>El vendedor puede constituir su garantía con los valores objeto de la operación.</p>	<p>En operaciones sobre contratos de índices bursátiles de acciones:</p> <p>No puede ser inferior al diez por ciento (10%) del valor total de la operación.</p>
	<p>En operaciones sobre valores de renta fija:</p> <p>Se calcula de acuerdo con los días al vencimiento que le quedan al respectivo valor, contados a partir de la fecha de cumplimiento de la operación, de acuerdo con los siguientes límites:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Mínimo dos por ciento (2%) del valor pactado cuando los días al vencimiento del valor no excedan de 92. - Mínimo tres por ciento (3%) cuando los días al vencimiento estén entre 93 y 182. - Mínimo cuatro por ciento (4%) cuando los días al vencimiento sean más de 182. 	<p>En operaciones sobre TES o sobre contratos de índices de rentabilidad de valores de renta fija:</p> <p>Se calcula de acuerdo con los días al vencimiento que le queden al respectivo valor o activo subyacente, contados a partir de la fecha de cumplimiento de la operación, de acuerdo con los siguientes límites:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Mínimo dos por ciento (2%) del valor pactado cuando los días al vencimiento del valor no excedan de 92. - Mínimo tres por ciento (3%) cuando los días al vencimiento estén entre 93 y 182. - Mínimo cuatro por ciento (4%) cuando los días al vencimiento estén entre 182 y 365.
Garantía de Variación.	<p>i. Para el comprador:</p> <p>Igual a la diferencia entre (i) el valor pactado y (ii) el valor de mercado calculado por la BVC para dicha operación en esa misma fecha (siempre y cuando esta diferencia sea positiva).</p> <p>ii. Para el vendedor:</p> <p>El equivalente a la diferencia entre (i) el valor promedio estimado de estructurar nuevamente la operación en una fecha dada y (ii) el valor pactado para la operación a plazo (siempre y cuando esta diferencia sea positiva).</p>	Igual a la diferencia entre el valor pactado para la operación a plazo y el valor de mercado calculado por la BVC para dicha operación a plazo en esa misma fecha.

4. Operaciones de derivados.

4.1. Características básicas.

Los derivados financieros generalmente se definen como instrumentos cuyo valor se desprende de la evolución de los precios de otros activos que se denominan activos subyacentes. Esta definición implica, básicamente, que diferencia de lo que ocurre en la mayoría de los mercados financieros, en donde las operaciones son de contado o brevísimo plazo, las operaciones con derivados son a mediano o largo plazo y se sujetan a las normas sobre obligaciones a plazo y/o condicionales.

4.2. Funciones económicas.

Los derivados se pueden usar con fines de:

- i) Cobertura. El objetivo es evitar perjuicios derivados de movimientos adversos del mercado.
- ii) Especulación. La finalidad es asumir una posición en el mercado con el objetivo de obtener rendimientos a partir del activo subyacente.
- iii) Arbitraje. La finalidad es obtener utilidades a partir de diferencias en las condiciones de dos o más mercados distintos. Así, por ejemplo, si el proceso de formación de precios es más eficiente en un mercado que en otro, los arbitadores comprarán activos en aquél mercado en el que el precio es menor para, posteriormente, venderlos en el otro mercado a un precio más alto.

4.3. Principales mercados de derivados.

Con base en el criterio del grado de organización y la estandarización de los productos transados, los mercados de derivados se clasifican en mercados organizados y mercados OTC o extrabursátiles. A continuación se resumen las principales diferencias existentes entre estos dos tipos de mercados:

Tabla 40. Principales mercados de derivados		
	Mercados OTC	Mercados Organizados
Participantes	Los participantes son, principalmente, grandes instituciones y cada transacción tiende a ser de una cuantía elevada.	Hay un componente “minorista” relativamente importante y el monto de cada transacción tiende a ser menor que el de las transacciones en el mercado OTC.
Regulación	Su regulación es escasa o, incluso, nula.	Generalmente hay regulaciones sobre los contratos y la estructura del mercado.
Localización del mercado	No hay un espacio físico en donde se ubica el mercado, hay menos transparencia, no hay cámaras de compensación y tienen menor liquidez.	El mercado está localizado en un lugar determinado, hay cámaras de compensación, tienen mayor liquidez y tienen mayor nivel de transparencia.
Nivel de estandarización	Los agentes realizan la negociación directamente y definen libremente las cláusulas de los contratos	Generalmente se transan derivados estandarizados de acuerdo con lo que ha sido definido por el ente rector del mercado.

4.4. Principales derivados.

Existen básicamente cuatro tipos de derivados básicos, a partir de los cuales se estructuran los instrumentos exóticos, híbridos y sintéticos: (i) las opciones, (ii) los futuros; (iii) los forwards y (iv) los swaps.

4.4.1. Opciones.

La opción es un contrato por medio del cual una parte (emisor) se compromete a comprar o vender un activo subyacente a un precio preacordado, si durante o al final de un plazo (dependiendo del tipo de opción que se trate), la otra parte del contrato (tenedor) así lo requiere.

a. Clasificaciones generales

Las opciones se clasifican principalmente de las siguientes formas:

i) Según el derecho que otorgan: opciones *call* y *put*.

Las opciones call u opciones de compra son aquellas que le otorgan al tenedor el derecho de comprar un activo subyacente en o hasta la fecha de vencimiento.

Una entidad que participa en una opción de compra puede estar en alguna de las siguientes situaciones:

- Tenedora de una opción de compra: la entidad paga una prima por el derecho de comprar el activo

subyacente al precio de ejercicio. Se dice que al final de dicha operación la entidad tiene una posición larga en opciones de compra.

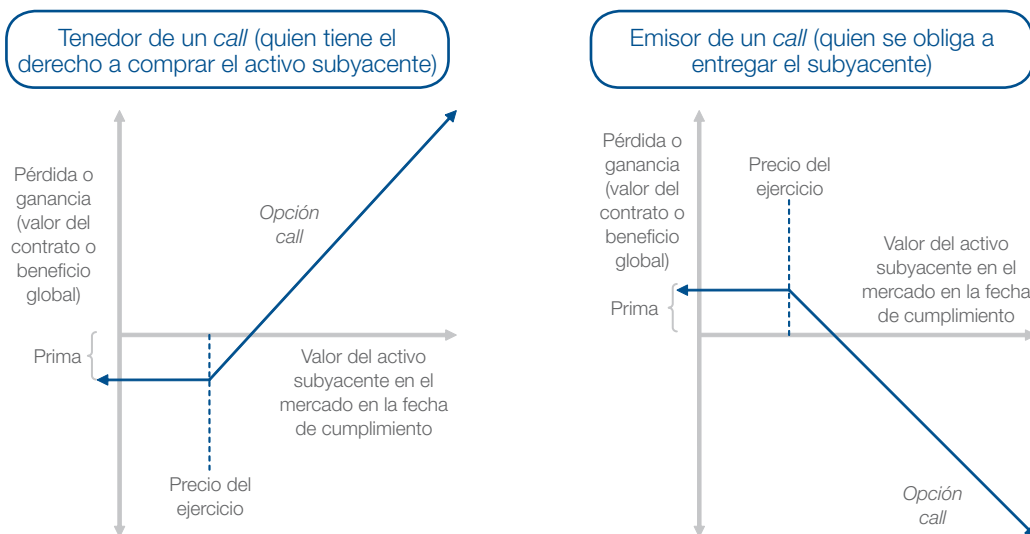
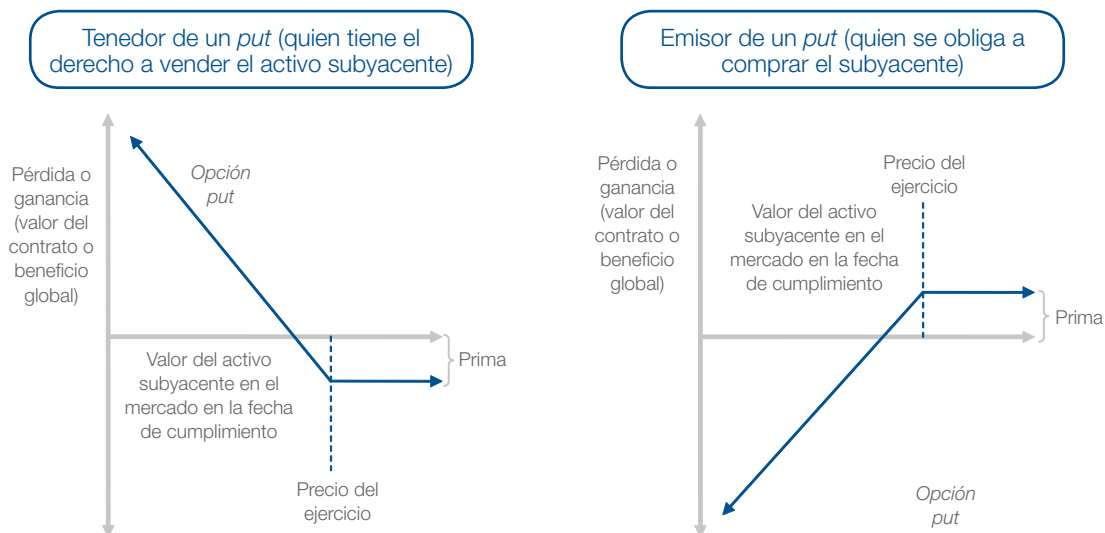
- Emisora de una opción de compra: la entidad recibe una prima por la obligación de vender el subyacente al precio de ejercicio en caso de que el tenedor de la opción ejerza su derecho. Se dice que al final de dicha operación la entidad tiene una posición corta en opciones de compra.

Las opciones put u opciones de venta son aquellas que le otorgan al tenedor el derecho de vender un activo subyacente en o hasta la fecha de vencimiento.

Una entidad que participa en una opción de venta puede estar en alguna de las siguientes situaciones:

- Tenedora de una opción de venta: la entidad paga una prima por la opción de vender el activo al precio de ejercicio. Se dice que al final de dicha operación la entidad tiene una posición larga en opciones de venta.
- Emisora de una opción de venta: la entidad recibe una prima por la obligación de comprar el subyacente al precio de ejercicio en caso de que el tenedor de la opción de venta ejerza su derecho. Al final, la entidad tiene una posición corta en opciones de venta.

Teniendo en cuenta lo anterior, una opción puede representarse, desde el punto de vista financiero y del valor o del beneficio que tiene el contrato para las partes del mismo, de la siguiente forma:

Gráfica 24.1. Contrato de opción *call*Gráfica 24.2. Contrato de opción *put*.

- ii) Según su fecha de cumplimiento: opciones Americanas, Europeas y Bermuda.

Las opciones Americanas son aquellas en las cuales el tenedor puede ejercer el derecho de comprar o vender el activo durante todo el plazo de vigencia de la opción.

Las opciones Europeas son aquellas en las cuales el tenedor puede ejercer el derecho de comprar o vender el activo únicamente en la fecha de ejercicio al final del plazo acordado.

Las opciones Bermuda son aquellas en las cuales el tenedor puede ejercer el derecho de comprar o vender el activo en algunos momentos determinados durante el plazo acordado.

4.4.2. Futuros.

Un futuro es un contrato estandarizado en cuanto a su fecha de cumplimiento, su tamaño o valor nominal, las características del respectivo subyacente, el lugar y la forma de entrega (en especie o en efectivo). Éste se negocia en una bolsa con cámara de riesgo central de contraparte, en virtud del cual, dos (2) partes se obligan a comprar/vender un subyacente en una fecha futura (fecha de vencimiento) a un precio establecido en el momento de la celebración del contrato.

En Colombia, los contratos de futuros pueden realizarse a través de la BVC, la cual ofrece, en principio, los siguientes productos:

- *Futuros* sobre Bono Nacional de TES, en donde el activo subyacente es una canasta de TESB tasa fija, en pesos colombianos. Estos derivados son de cumplimiento efectivo.
- *Futuros* sobre dólares (COP/USD) en donde el activo subyacente es dólares de los Estados Unidos de América.
- *Futuros* sobre el IGBC, en donde la liquidación se realiza contra el Índice General de la Bolsa de Valores.
- *Futuros* sobre acciones, en donde el subyacente es acciones inscritas en la BVC.
- *Futuros* sobre la tasa de interés del mercado monetario.

4.4.3. Forwards.

- a. Definición.

La Circular Básica Contable y Financiera define un forward como un derivado que se formaliza mediante un contrato celebrado entre dos partes, hecho a la medida de las necesidades de éstas, con el fin de comprar o vender una cantidad específica de cierto activo subyacente en una fecha futura, y de acuerdo con las condiciones básicas fijadas por ellas en la fecha de celebración.

Dentro de los principales contratos de *forward* que se transan en el mercado se encuentran los siguientes:

- *Forwards* sobre **commodities**: en estos casos el subyacente que es transferido es un *commodity*.
- *Forwards* sobre tasa de cambio: en este caso el activo subyacente que es transferido está compuesto por una cantidad determinada de divisas.

- *Forwards* sobre tasas de interés (*FRAs* o *Forward Rate Agreements*): es un derivado por medio del cual se acuerda que una determinada tasa de interés será aplicada a un monto principal por un determinado periodo de tiempo en el futuro.

- b. Principales diferencias entre los *forwards* y los futuros.

Como ya se ha explicado, los *forwards* y los futuros cuentan con varias similitudes y, de hecho, son básicamente el mismo tipo de contrato. Sin embargo, cuentan con varias diferencias que reflejan el hecho que los *forwards* son transados en el mercado OTC y sus términos pueden ser acordados libremente por las partes, en tanto que los futuros son contratos estandarizados que se negocian en mercados organizados. Las principales diferencias son las que se muestran en la siguiente tabla:

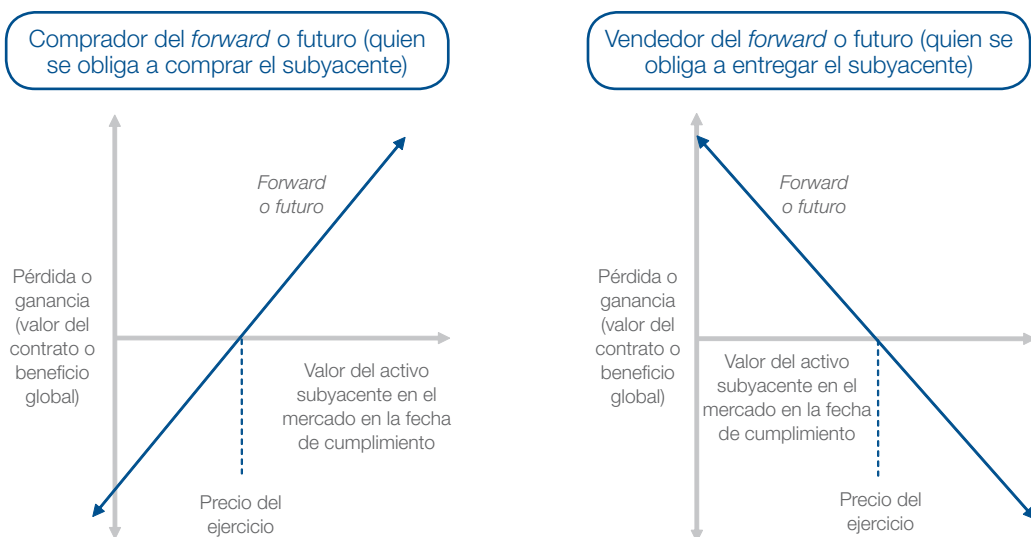
Tabla 41. Principales diferencias entre forwards y futuros		
	<i>Forward</i>	<i>Futuro</i>
Tamaño	A la medida de las partes.	Estandarizado.
Fecha de vencimiento	A la medida de las partes.	Estandarizado.
Forma de negociación	Negociado directamente entre el comprador y el vendedor.	Cotizado y transado a través de una Bolsa.
Garantías	Generalmente ninguna.	Debe depositarse un margen inicial, el cual se ajusta todos los días.
Mercado secundario	Virtualmente ninguno.	Bolsa.
Garantías institucionales	Las partes del contrato.	Una cámara de compensación o de riesgo central de contraparte.
Cumplimiento	Normalmente financiero.	Normalmente se cierra la posición antes del vencimiento.

Además de lo anterior, las normas aplicables establecen un tratamiento especial para los derivados estandarizados y susceptibles de ser transados en la BVC u otro sistema de negociación de valores.

- c. Efecto financiero de los contratos de *forwards* y *futuros*.

Teniendo en cuenta lo anterior, un *forward* puede representarse, desde el punto de vista financiero y del valor o del beneficio que tiene el contrato para las partes del mismo, de la siguiente forma:

Gráfica 24.3. Esquema general de un contrato *forward* y de un futuro



4.4.4. Swaps.

Un *swap* es un acuerdo por medio del cual las partes acuerdan intercambiar flujos de caja de manera periódica de acuerdo con una fórmula predeterminada. En términos financieros, un *swap* corresponde a una sucesión de *forwards* o de futuros.

De acuerdo con la Circular Básica Contable y Financiera, dentro de los principales tipos de *swaps* se encuentran los siguientes, los cuales son clasificados como *swaps* básicos:

- i) *Swap* sobre tasa de interés. En este contrato las partes acuerdan intercambiar los intereses sobre obligaciones previamente contraídas. En estos casos, el cálculo se hace para diferentes tipos de tasas, las cuales se aplican a un determinado monto principal. En este tipo de contratos el monto principal no es transferido. Hay principalmente dos tipos de *swaps* sobre tasas de interés:
 - Tasa fija – Tasa variable: una de las partes se compromete a pagarle a la otra unos intereses

que se calculan a partir de una tasa fija mientras que ésta se compromete a pagarle los intereses calculados a partir de una tasa variable. En ambos casos, el cálculo se hace con base en un mismo monto de capital.

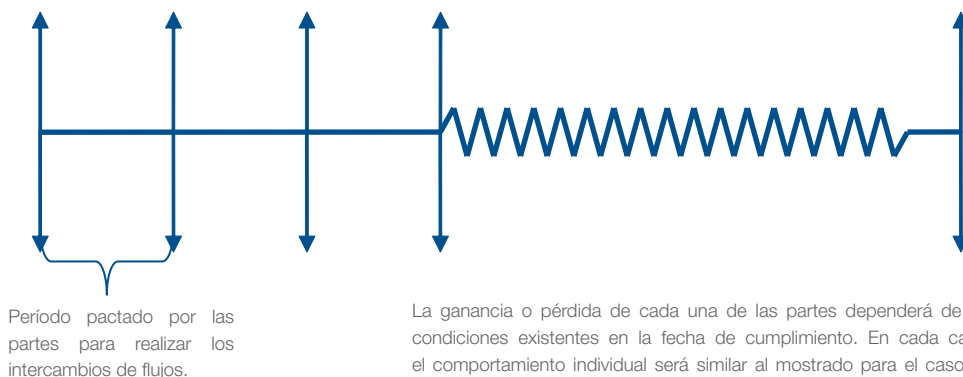
- Tasa variable – Tasa variable: ambas partes se comprometen a pagarse mutuamente unos intereses calculados a partir de tasas variables. Sin embargo, las tasas variables pactadas son diferentes, por lo que es probable que los montos a transferir sean también diferentes. Al igual que en el caso de los *swaps* de Tasa fija – Tasa variable, los cálculos se hacen sobre el mismo monto de capital.
- ii) *Swap* sobre divisas o monedas. En este caso, ambas partes pretenden intercambiar un principal que se encuentra en diferentes monedas, por un periodo de tiempo determinado. Durante el tiempo que

dure el contrato, cada una de las partes se hará cargo de los intereses (en la respectiva divisa), que genere el monto principal recibido. En la fecha en que se cumpla el plazo del contrato, los principales serán nuevamente intercambiados a la moneda que tenía cada una de las partes originalmente.

- iii) Otros tipos de *swaps*. Además de estos tipos de *swaps* reconocidos por la Circular Básica Contable y Financiera como *swaps* básicos, en el mercado se transan, principalmente, también los siguientes:
 - *Swaps* sobre *commodities*: en este tipo de contrato el monto de los flujos de dinero que se intercambian depende del valor de uno o más *commodities*.
 - *Swaps* sobre capitales: el monto de los flujos de dinero que se intercambian depende del valor de uno o varios valores.

Teniendo en cuenta lo anterior, un *swap* puede representarse, desde el punto de vista financiero y del valor o del beneficio que tiene el contrato para las partes del mismo, de la siguiente forma:

Gráfica 24.4. Esquema general de un *swap*.



4.4.5. Derivados de crédito.

Los derivados de crédito son un tipo de derivado financiero mediante el cual un agente transmite el riesgo de crédito a otro que está dispuesto a asumirlo.

La contraprestación que recibe la parte que ha transferido el riesgo de crédito depende de la ocurrencia de una contingencia incierta (la ocurrencia de un evento crediticio, es decir, que la entidad de referencia incumpla una obligación respecto a uno o más instrumentos financieros). El instrumento refleja la valoración que hace el mercado sobre la posibilidad de que la entidad de referencia incurra en un evento crediticio y el valor que se espera que tengan los activos de la entidad de referencia en caso de que se presente ese evento.

En todo caso, la Circular DODM-144 de 2006, emitida por el Banco de la República, prohíbe la suscripción de derivados de crédito, sin perjuicio de que en los contratos se incluyan cláusulas referidas a riesgos crediticios, siempre y cuando se trate del riesgo de cualquiera de las partes en el contrato. Adicionalmente a lo anterior, las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera están autorizadas para realizar “Credit Default Swaps” con Agentes del Exterior Autorizados que tengan calificación crediticia de grado de inversión, siempre y cuando se realicen con el propósito exclusivo de cubrir inversiones admisibles en activos de renta fija, emitidos en moneda extranjera por emisores externos que se encontraran en el portafolio de la entidad el 19 de Septiembre de 2008 y sujeto a la previa aprobación

del programa de cobertura respectivo por parte de la Superintendencia Financiera.

4.5. Formas de cumplimiento de los derivados.

Independientemente del tipo de derivado de que se trate, las partes pueden pactar fundamentalmente dos tipos de cumplimiento: cumplimiento efectivo y cumplimiento financiero.

- i) Cumplimiento Efectivo. La operación es de cumplimiento efectivo si las partes se obligan irrevocablemente a entregar el activo subyacente, por una parte, y, por la otra, a entregar el precio pactado por ese activo subyacente.
- ii) Cumplimiento Financiero. La operación es de cumplimiento financiero si en la fecha de cumplimiento no se entrega el activo subyacente y su precio a cambio, sino únicamente el diferencial en dinero entre el precio pactado en la operación y el precio de mercado del activo subyacente en la fecha de cumplimiento de la operación.

Con respecto a lo anterior, la regulación colombiana ha establecido que las partes pueden cumplir con sus obligaciones (i) en efectivo, (ii) en instrumentos financieros o (iii) en productos o bienes transables, dependiendo de lo que se haya acordado en el contrato, o lo que disponga el reglamento del sistema de negociación de valores, el sistema de registro de operaciones sobre valores o el sistema de compensación y liquidación a través del cual se realice la operación.

4.6. Tratamiento legal de los derivados estandarizados.

La Ley 964 de 2005 y los decretos que la reglamentan establecen algunas normas especiales que aplican para

los derivados estandarizados, pero no a los derivados transados en el mercado OTC. A continuación se exponen los aspectos más relevantes de estas normas.

Por regla general, los derivados financieros no son considerados como valores. Sin embargo, la Ley 964 de 2005 establece dos casos en los que ciertos productos derivados pueden ser considerados como valores: (i) cuando sean estandarizados y susceptibles de ser transados en la BVC o en otros sistemas de negociación de valores o (ii) aquellos que tengan como activo subyacente energía eléctrica o gas combustible, siempre y cuando el Gobierno les reconozca la calidad de valor (lo cual hizo el Gobierno a través del

Decreto 2893 de 2007). Lo anterior ha implicado, entre otras cosas, que la realización de este tipo de operaciones se considere como una actividad de intermediación de valores y que, cuando las mismas son realizadas a través de sistemas de compensación y liquidación de operaciones o existe una CRCC involucrada, el principio de finalidad de las operaciones sea aplicable.

Además de lo anterior, el hecho que los derivados estandarizados sean considerados como valores implica, entre otras cosas, lo siguiente:

- i) Tratamiento especial de las garantías: cuando un participante hace entrega de garantías a un sistema de compensación y liquidación de operaciones, las mismas reciben una protección especial, por lo que no pueden ser reivindicadas, o sujetas a medidas cautelares, judiciales o administrativas, hasta que no se cumplan las operaciones que respaldan.
- ii) Tratamiento especial de la liquidación de operaciones: una vez una orden de transferencia de dinero o de valores haya sido aceptada por el administrador de un sistema de compensación y liquidación de operaciones sobre valores, debe continuarse con el procedimiento de compensación y liquidación de las transacciones, incluso cuando, con posterioridad a tal aceptación, se le notifique o informe sobre la toma de medidas cautelares, la iniciación de procesos de insolvencia o la orden de suspensión de pagos, entre otros. Esto quiere decir que, por regla general, una vez una orden es aceptada por el sistema, la misma se encuentra protegida de tal forma que los jueces y autoridades administrativas no tienen la facultad para revocar o detener el cumplimiento de tales operaciones.



Separador Capítulo IX
INFRACCIONES, SANCIONES
Y PREVENCIÓN DEL
LAVADO DE ACTIVOS
Y FINANCIACIÓN DEL
TERRORISMO

Separador Capítulo IX
INFRACCIONES, SANCIONES
Y PREVENCIÓN DEL
LAVADO DE ACTIVOS
Y FINANCIACIÓN DEL
TERRORISMO

Capítulo IX

Infracciones, sanciones y prevención del lavado de activos y financiación del terrorismo

En desarrollo de las funciones que ejerce la Superintendencia Financiera sobre los agentes que participan en el mercado de valores, tiene la facultad de verificar la existencia de infracciones contra la regulación del mercado, así como sancionar a los infractores.

A continuación se describen las conductas que se consideran infracciones en el mercado, las reglas aplicables a la imposición de sanciones y el régimen de prevención y control de lavado de activos en el mercado de valores.

1. Infracciones.

Las conductas que se consideran infracciones en el mercado de valores se describen en la siguiente tabla. Estas conductas se dividen en cuatro grupos:

- i) Realización ilícita de actividades en el mercado. Este grupo comprende aquellas conductas que requieren autorización o registro y son realizadas sin dicha autorización o registro.
- ii) Violación de normas sobre suministro de información al mercado. Dentro de estas infracciones se encuentran aquellas conductas que implican una ausencia de suministro o suministro defectuoso de información a las autoridades, a los inversionistas o al mercado en general.
- iii) Violación de disposiciones relacionadas con conflictos de interés, información privilegiada e inhabilidades.
- iv) Otras infracciones. Este conjunto agrupa aquellas infracciones que no se enmarcan en los anteriores grupos y que no tienen un aspecto común que las caracterice.

Tabla 42. Infracciones en el mercado de valores

Tipo de infracción	Descripción de las conductas
Realización ilícita de actividades en el mercado.	Realizar actividades que requieren inscripción en determinado registro sin que se haya efectuado tal registro.
	Realizar o participar en actos que tengan por objeto o como efecto: i) Afectar la libre formación de los precios en el mercado de valores. ii) Manipular la liquidez de determinado valor. iii) Aparentar ofertas o demandas de valores. iv) Disminuir, aumentar, estabilizar o mantener artificialmente el precio, la oferta o la demanda de determinado valor. v) Obstaculizar la libre concurrencia y la interferencia de otros en las ofertas sobre valores.
	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 estar registrado.
	Realizar una oferta pública sin el cumplimiento de los requisitos legales o no realizarla cuando así se requiere.
	Acceder ilícitamente a los sistemas de negociación de valores.
Infracciones relacionadas con el suministro de información al mercado.	No llevar la contabilidad conforme a las normas aplicables, o llevarla en forma tal que imposibilite conocer la verdadera situación patrimonial o las operaciones del sujeto contable. Esta infracción únicamente es aplicable a las entidades sujetas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera, así como a los emisores sujetos a control exclusivo.
	Remitir a las entidades competentes información contable que no sea llevada conforme a las normas aplicables o que sea llevada en forma tal que impida conocer la verdadera situación patrimonial o las operaciones del respectivo sujeto contable, así como no publicar la información contable en la oportunidad y bajo las condiciones previstas en la normatividad vigente. Esta infracción es aplicable a las entidades financieras, en lo que concierne a sus actividades en el mercado de valores.
	No divulgar en forma veraz, oportuna, completa o suficiente información que pueda afectar las decisiones de los accionistas en la respectiva asamblea o que, por su importancia, pueda afectar la colocación de valores, su cotización en el mercado o la decisión de los inversionistas de vender, comprar o mantener dichos valores.
	Omitir obligaciones de información a las autoridades, al mercado en general o a los inversionistas.
	Incumplir la legislación vigente en materia de publicidad de valores o intermediarios.
	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.

Tabla 42. Infracciones en el mercado de valores (continuación)

Conflictos de interés, información privilegiada e inhabilidades.	Incumplir las normas sobre información privilegiada, o utilizar o divulgar indebidamente información sujeta a reserva.
	Incumplir las disposiciones sobre conflictos de interés, así como deberes profesionales.
	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 es únicamente aplicable a las personas sujetas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera en su calidad de participantes en el mercado de valores.
	No declarar oportunamente un impedimento o una inhabilidad relacionada con el ejercicio de actividades en el mercado de valores.
Infracciones relacionadas con el régimen institucional de determinados participantes en el mercado.	Incumplir los deberes legales o contractuales que correspondan a quienes administren carteras colectivas.
	Incumplir la normatividad vigente en materia de prevención y control de actividades delictivas a través del mercado de valores.
	Incumplir las normas sobre designación de defensor del cliente, miembros independientes de la junta directiva, oficial de cumplimiento o miembros del comité de auditoría, y contralor normativo.
	Para quienes actúen como defensor del cliente, miembros de junta directiva, oficial de cumplimiento, miembros del comité de auditoría y contralor normativo, se considera infracción administrativa incumplir con los deberes y obligaciones establecidos para el desarrollo de sus funciones. Estas infracciones únicamente son aplicables a las entidades sujetas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera en su calidad de participantes en el mercado de valores, así como a los emisores sometidos a control exclusivo de la Superintendencia Financiera.
Otras infracciones.	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 Financiera en su calidad de participantes del mercado de valores.
	El incumplimiento por parte de entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera de las disposiciones del Banco de la República que les sean aplicables.
	Autorizar, ejecutar, cohonestar o no evitar, cuando existe el deber legal de hacerlo, actos que violen la regulación del mercado de valores.
	Acceder ilícitamente a los sistemas de registro de valores.
	Utilizar el nombre o las cuentas de terceros para el registro de operaciones en provecho de un intermediario, de sus funcionarios o de terceros.
	Infringir cualquier norma legal o reglamentaria que regule el mercado de valores, así como cualquier disposición contenida en reglamentos aprobados por la Superintendencia Financiera.

2. Régimen de sanciones.

Frente a la ocurrencia de cualquiera de las conductas descritas anteriormente, la Superintendencia Financiera tiene la facultad de imponer las siguientes sanciones:

- i) Amonestación.
- ii) Multa a favor del Tesoro Nacional.
- iii) Suspensión o inhabilitación hasta por cinco (5) años para realizar funciones de administración, dirección o control de las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera.
- iv) Remoción de quienes ejercen funciones de administración, dirección o control, o del revisor fiscal, en el caso de las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera.
- v) Suspensión de la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores, Registro Nacional de Agentes del Mercado o Registro Nacional de Profesionales del Mercado. Una vez vencido el término de la suspensión se restablece la respectiva inscripción.
- vi) Cancelación de la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores, Registro Nacional de Agentes del Mercado o Registro Nacional de Profesionales del Mercado, por un plazo entre uno (1) y veinte (20) años.

Las anteriores sanciones deben inscribirse en el respectivo registro, y dicho registro se mantiene por veinte (20) años.

Las sanciones pecuniarias institucionales están sujetas a los límites previstos en la Ley 964 de 2005 y en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero.

La imposición de sanciones por infracciones en el mercado de valores está sujeta a dos tipos de límites generales, además de los montos máximos que se aplican para las multas.

El primer conjunto de límites está compuesto por principios generales propiamente dichos, que debe tener en cuenta la Superintendencia Financiera para la imposición de las sanciones y para adelantar el procedimiento sancionatorio.

El segundo grupo está compuesto por criterios de graduación o principios más específicos, que tienen por objeto concreto determinar el monto o duración de la sanción.

Estos principios se describen en la siguiente tabla:



Tabla 43. Principios sancionatorios y criterios de graduación de las sanciones.	
Principios sancionatorios.	Principio de proporcionalidad. La relevancia de la infracción debe guardar correspondencia con la magnitud de la sanción.
	Principio disuasorio de la sanción. La sanción debe estar encaminada a evitar que los participantes del mercado vulneren la norma que dio origen a dicha sanción.
	Principio de revelación dirigida. La Superintendencia Financiera puede 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.
	Principio de contradicción. La Superintendencia Financiera debe tener en cuenta los descargos que hagan las personas a quienes se les formularon cargos y la contradicción de las pruebas allegadas al proceso.
Criterios de graduación.	La reiteración o reincidencia en la comisión de infracciones. Para este fin, se entiende que hay reiteración cuando se comete una misma conducta dentro de un período inferior a tres (3) años.
	La resistencia a la investigación o sanción de la Superintendencia Financiera.
	La renuencia o desacato a cumplir las órdenes de la Superintendencia Financiera.
	La utilización de medios fraudulentos en la comisión de la infracción o la comisión de ésta por interpuesta persona, así como el ocultamiento de la infracción o de sus efectos.
	La obtención de lucro para el infractor o para un tercero a partir de la infracción.
	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 en su calidad de participantes del mercado de valores, personas que realicen las actividades propias del mercado de valores o personas sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera en su calidad de entidades financieras, o de quienes las controlen, o de sus subordinadas.
	La dimensión del daño o peligro de los intereses jurídicos tutelados.
	El grado de prudencia o diligencia en el cumplimiento de deberes respectivos o, en general, del cumplimiento de las normas pertinentes.
	El reconocimiento oportuno de la infracción y la aceptación expresa que haga el investigado sobre la comisión de la infracción.

3. Prevención y control de lavado de activos en el mercado de valores.

El régimen de prevención y control del lavado de activos y financiación del terrorismo en el sistema financiero está dividido en dos grupos de regulaciones: las reglas aplicables a las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera y las reglas aplicables a los emisores de valores.

3.1. Prevención y control de entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera.

A los intermediarios de valores, se aplica el Sistema de Administración de Riesgo de Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo – SARLAFT. El SARLAFT comprende un conjunto de medidas preventivas que las entidades vigiladas deben adoptar para prevenir el lavado de activos y la financiación del terrorismo en las relaciones con sus clientes (personas que tienen una relación permanente con la respectiva entidad financiera para la prestación de servicios financieros), y con sus usuarios (personas que usan de forma coyuntural un servicio financiero).

El SARLAFT tiene los siguientes grupos generales de medidas:

- i) Reglas sobre el conocimiento de clientes y usuarios.
- ii) Mecanismos de detección de operaciones inusuales y sospechosas. Para estos efectos, se

entiende por operación inusual, respecto a los clientes, aquella que (i) no está relacionada con la actividad económica del cliente, teniendo en cuenta la frecuencia y monto de la transacción, y (ii) aquellas transacciones respecto a las cuales la respectiva entidad financiera no encuentra ninguna finalidad.

Respecto a los usuarios, se entiende por inusual aquella transacción que está por fuera de los patrones específicos fijados para el efecto por la respectiva entidad.

Partiendo de lo anterior, las entidades vigiladas deben tener parámetros para establecer cuándo se entiende que alguna actividad inusual es sospechosa, la cual debe ser reportada a la Unidad de Información y Análisis Financiero – UIAF.

Con el fin de llevar a cabo lo anterior, las entidades vigiladas deben establecer señales de alerta; segmentar el mercado de acuerdo con las actividades económicas, montos de transacciones, frecuencias de transacciones, ingresos, patrimonio y ubicación de los clientes; adoptar medidas de monitoreo de las transacciones de los clientes; y consolidar electrónicamente la información.

- iii) Obligaciones de reporte. En todo caso, las entidades vigiladas tienen las siguientes obligaciones de reporte:

- Reporte de Operaciones Sospechosas. Corresponde a las entidades reportar a la UIAF en forma inmediata las operaciones que determinen como sospechosas, de acuerdo con el instructivo y la proforma establecida por la Superintendencia Financiera. Así mismo, las entidades deben reportar las operaciones intentadas o re-

chazadas que contengan características que les otorguen el carácter de sospechosas.

En el evento en que, durante el respectivo mes, las entidades no hayan determinado la existencia de operaciones sospechosas, deben informar este hecho a la UIAF, dentro de los diez (10) primeros días del mes siguiente.

- Reporte de Operaciones en Efectivo. Las entidades vigiladas deben remitir a la UIAF dentro de los primeros diez (10) días calendario del mes siguiente al del corte, el informe mensual sobre transacciones en efectivo, diligenciando la proforma establecida por la Superintendencia Financiera, de acuerdo con los montos e indicaciones señaladas en la Circular Básica Jurídica.
- Reporte de Clientes Exonerados. Las entidades vigiladas deben informar a la UIAF, dentro de los primeros diez (10) días calendario del mes siguiente al del corte, los nombres e identidades de todos los clientes exonerados del Reporte de Operaciones en Efectivo.
- Reporte de Transacciones Múltiples en Efectivo. Las entidades deben reportar a la UIAF, dentro de los primeros diez (10) días calendario del mes siguiente al del corte, las transacciones múltiples en efectivo cuyo valor sea igual o superior a las cuantías establecidas en el correspondiente instructivo, de acuerdo con las condiciones específicas establecidas por la Circular Básica Jurídica.

Para estos efectos, las transacciones múltiples están constituidas por aquellas transacciones individuales en efectivo, realizadas por cuantías inferiores a las señaladas en dicho instructivo que se realicen en una o varias oficinas, durante un (1) mes calendario por o en beneficio de una misma persona y que en su conjunto igualen o superen las tales sumas.

- Otros reportes. Además de los anteriores, la Circular Básica Jurídica señala las siguientes obligaciones de reporte, las cuales se aplican especialmente para las entidades vigiladas que son parte del sector bancario: Reporte sobre Operaciones de Transferencia, Remesa, Compra y Venta de Divisas, Reporte sobre Campañas Políticas y Partidos Políticos, y Reporte de Información sobre Transacciones realizadas en Colombia con Tarjetas Crédito o Débito Expedidas en el Exterior.

3.2. Prevención y control de lavado de activos y financiación del terrorismo para emisores de valores.

Las reglas sobre prevención y control de lavado de activos en la emisión y negociación de valores se encuentran en la Circular 62 de 2008, la cual se aplica a emisores de valores no sometidos a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera, con excepción de la Nación, cuando, en desarrollo de sus actividades, adquieran recursos a través de la emisión y colocación de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores.

Las reglas de prevención y control en el mercado de valores se aplican de forma distinta para el mercado primario y para el mercado secundario, según se describe a continuación.

3.2.1. Entidades obligadas a la prevención y control en el mercado primario y en el mercado secundario.

3.2.1.1. Mercado primario.

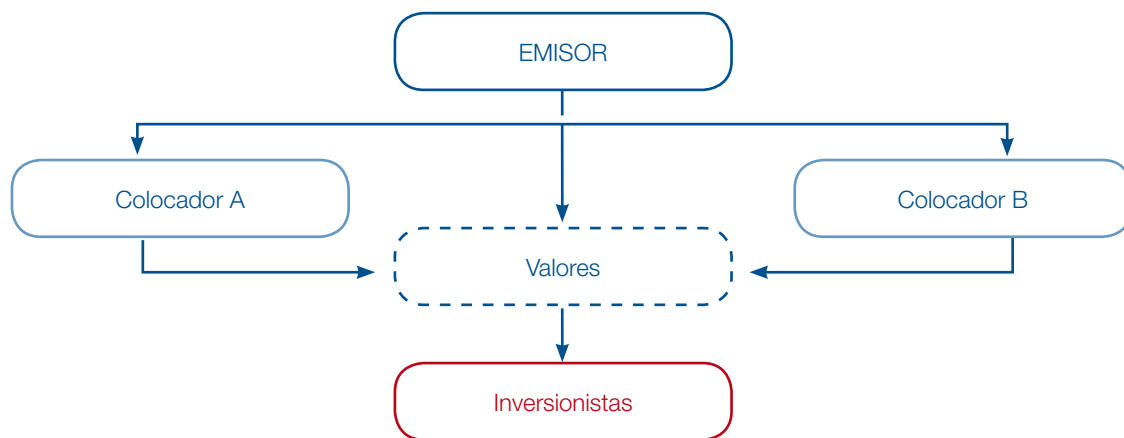
Cuando el emisor coloque de manera directa en el mercado primario los valores emitidos, es decir, cuando dicha colocación no se realice por intermedio de

una entidad vigilada por la Superintendencia Financiera, las obligaciones de conocimiento de los inversionistas establecidas en la Circular 62 de 2008 recaen directamente sobre el emisor.

Por el contrario, cuando la colocación se haga a través de una entidad vigilada por la Superintendencia Financiera, corresponde a ésta adoptar las medidas de conocimiento de los inversionistas.

Estas obligaciones del emisor y de las entidades vigiladas podrían concurrir, en la medida en que la colocación de los valores se realice de forma directa por el emisor y a través de colocadores, como se ejemplifica en la gráfica a continuación:

Gráfica 25. Conocimiento de inversionistas concurrente por el Emisor y por los colocadores



En los eventos de colocación de valores a través de varias entidades sujetas a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera, corresponde a éstas remitir al emisor toda la información recopilada para el conocimiento de los inversionistas, con el fin de que éste la consolide y realice los reportes previstos en la Circular 62 de 2008. No obstante, esta obligación puede delegarse en alguna de las entidades que realizaron la colocación.

Cuando se trate de colocación de valores en el exterior, la entidad por intermedio de la cual se realice la colocación debe acreditar, mediante certificación expedida por el representante legal o quien ejerza funciones similares, que se ha dado cumplimiento a las normas exigidas en el respectivo país en materia de prevención y control de lavado de activos y de financiación del terrorismo.

3.2.1.2. Mercado secundario.

En los eventos de negociaciones realizadas a través de la BVC y/o sistemas de negociación, corresponde a los intermediarios a través de los cuales se realice la operación, tanto para la venta como para la compra, adoptar las medidas pertinentes de conocimiento de los inversionistas.

3.2.2. Sistema de prevención y control de lavado de activos.

La Circular 62 de 2008 obliga a que los emisores adopten un Sistema Integral para la Prevención del Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo (SIPLA), de acuerdo con los requisitos mínimos establecidos en la Circular. Esas instrucciones son estándares mínimos para la implementación del SIPLA y se encaminan particularmente al conocimiento de los inversionistas por parte del emisor.

Para efectos de lo anterior, los emisores deben adoptar un Manual SIPLA, en el cual se establezcan los procedimientos para el desarrollo, implementación y ejecución del SIPLA, el cual debe ser suministrado a la Superintendencia Financiera.



Bibliografía

ARROW Kenneth. "The informational structure of the firm". *American Economic Review* 75: 303-307, 1985.

BROCK Philip. *Financial safety nets and incentive structures in Latin America*. University of Washington, Seattle, 1998.

COX James, HILLMAN Robert y LANGEVOORT Donald. *Securities regulation. Cases and materials*. Little Brown, Boston, Toronto, Londres, 1991.

DEMIRGÜÇ-KUNT Asli and LEVINE Ross. *Bank-based and Market-based Financial Systems*, en DEMIRGÜÇ-KUNT Asli and LEVINE Ross (editores). *Financial Structure and Economic Growth: a cross-country comparison of banks, markets and development*. Massachusetts Institute of Technology Press, Cambridge, 2001.

FOSS Nicolai y KLEIN Peter. *The Theory of the Firm and Its Critics: A Stocktaking and Assessment*. Contracting and Organizations Research Institute, Working Paper No. 2005-03, New York, 2005.

FRADIQUE-MÉNDEZ L. Carlos. "Miembros Independientes de las Juntas Directivas. Régimen Actual y Recomendaciones", en *Perspectivas Legales del Gobierno Corporativo en Colombia*. Confecámaras, Cámara de Comercio Colombo Americana, CIPE y Cámara de Comercio de Bogotá, Bogotá D.C., 2006.

FRADIQUE-MÉNDEZ L. Carlos. *El Mercado Público de Valores como herramienta de integración*, en *Temas de Derecho Financiero Contemporáneo*. Universidad del Rosario, Bogotá D.C., 2006.

FRADIQUE-MÉNDEZ L. Carlos. "La adopción de códigos de buen gobierno: una nueva etapa de sofisticación y de generación de valores de los emisores", en *Códigos, Técnicas, Herramientas – Cómo Fortalecer su Empresa y Hacerla Más Competitiva*. Confecámaras, Bogotá D.C., 2005.

FRADIQUE-MÉNDEZ L. Carlos. "Emisión de bonos en Colombia por organismos multilaterales de crédito", en *Revista de Derecho Privado*, Universidad de los Andes No. 32: 165-198, 2004.

FRADIQUE-MÉNDEZ L. Carlos. "Gobierno Corporativo en el Mercado de Valores Colombiano", en *Revista Buen Gobierno*. Centro Nacional de Gobierno Corporativo, Confecámaras y Cámara de Comercio de Bogotá, Bogotá D.C., 2003.

FRADIQUE-MÉNDEZ L. Carlos. "Operaciones de Integración a través del Mercado Público de Valores", en *Revista Foro del Jurista*, Cámara de Comercio Medellín, Bogotá D.C., 2003.

GENGATHAREN Rasiah. *Derivatives Law and Regulation*. Kluwer Law International, Londres, 2001.

LOSS Louis. *Fundamentals of Securities Regulation*. Little Brown and Company, Boston, 1988.

MADURA Jeff. *Financial markets and institutions*. Thompson, Mason, 2003.

MARRIS Robin y MUELLER Dennis. "The corporation, competition and the invisible hand". *Journal of Economic Literature* 18: 32-63, 1980.

MERTON Robert. "A functional perspective of financial intermediation". *Financial Management* 24:23-41, 1995.

STULZ René. "Does Financial Structure Matter for Economic Growth? A Corporate Finance Perspective", en DEMIRGÜÇ-KUNT Asli and LEVINE Ross (editors). *Financial Structure and Economic Growth: a cross-country comparison of banks, markets and development*. Massachusetts Institute of Technology Press, Cambridge, 2001.