# GUÍA DEL MERCADO DE VALORES

BVC BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA

Colombia Capital Crecemos Juntos

BRIGARD & URRUTIA ABOGADOS

# GUÍA DEL MERCADO DE VALORES

**Carlos Fradique-Méndez L***
**Brigard & Urrutia Abogados**

Esta guía, elaborada en el año 2014 por encargo de la Bolsa de Valores de Colombia ("BVC") en desarrollo del programa de formación de futuros emisores de la BVC (Colombia Capital), tiene por objeto describir los aspectos fundamentales relacionados con el mercado de valores.

En particular, la guía está organizada en nueve capítulos, que hacen referencia primero a asuntos estructurales del mercado de valores y a sus participantes, y luego a temas adicionales que son importantes para entender su funcionamiento y su dinámica**.

---

* Carlos es abogado en Colombia y admitido en el Estado de Nueva York. Actualmente es socio de Brigard & Urrutia Abogados y está a cargo, entre otros, de los Equipos de: (I) Mercado de Capitales y Regulación de Valores y (II) Cambiario, Derivados y Productos Estructurados. Su ejercicio profesional se concentra en regulación y transacciones locales e internacionales de banca y finanzas corporativas y estructuradas, mercado de capitales, financiación de proyectos de infraestructura y banca de inversión. Carlos es abogado de la Universidad del Rosario; especialista en Legislación Financiera de la Universidad de los Andes; diplomado en Derecho Internacional para el desarrollo del Instituto de Derecho para el Desarrollo de la Universidad de Roma, Italia; master en Negocios Internacionales de la Universidad de Ottawa; y master en Derecho Internacional Financiero de la Universidad de Boston. Ha sido abogado asociado en la firma Shearman & Sterling en Nueva York y se desempeñó como Jefe de la Oficina Jurídica del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Dirección del Tesoro Nacional, entre otros. Es conferencista y autor frecuente en foros locales e internacionales y profesor de la materia en postrados y programas especializados de, entre otros, las facultades de Derecho y Administración de la Universidad de los Andes, la facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Javeriana y la facultad de Jurisprudencia de la Universidad del Rosario. Es miembro de Juntas Directivas, Comités Asesores y Comités de Vigilancia en emisores y estructuras de mercado de valores y ha sido miembro del Autorregulador del Mercado de Valores – AMV.

** El autor reconoce y agradece la colaboración invaluable y fundamental de los asociados de los Equipos de Mercado de Capitales y Regulación de Valores y Cambiario, Derivados y Productos Estructurados de Brigard & Urrutia, en relación con la estructuración, preparación y actualización de esta guía y con quienes el autor ha tenido el privilegio de participar en la realización exitosa de transacciones del mercado de valores. 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.

# RESUMEN DE CONTENIDO

## INTRODUCCIÓN

### I. ASPECTOS GENERALES

1. Estructura del sistema financiero
2. Regulación y supervisión del mercado
3. Valores negociables en el mercado de valores
4. Sistema integral de información del mercado de valores – SIMEV

### II. INTERVINIENTES EN EL MERCADO DE VALORES

1. Emisores de valores
2. Fondos de inversión colectiva
3. Intermediarios del mercado de valores
4. Inversionistas

### III. EMISIÓN Y OFERTA DE VALORES

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

### IV. NEGOCIACIÓN DE VALORES EN EL MERCADO DE VALORES

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

## V. PROTECCIÓN DE LOS INVERSIONISTAS

1. Gobierno corporativo

2. Otros mecanismos de protección de los inversionistas

## VI. INVERSIONISTAS Y PRODUCTOS EXTRANJEROS

1. Inversión extranjera en el mercado de valores

2. Productos y servicios extranjeros

## VII. PRINCIPALES ASPECTOS SOBRE PROVISIÓN DE INFRAESTRUCTURA EN EL MERCADO Y LA CALIFICACIÓN DE RIESGOS

1. Sistemas de negociación y registro de valores

2. Compensación, liquidación y los depósitos centralizados de valores

3. El Depósito Centralizado de Valores

4. La actividad de custodia de valores

5. Las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte - CRCC

6. Los proveedores de precios

7. Formadores de liquidez del mercado de valores

8. La calificación de riesgos

## VIII. OPERACIONES ESPECIALES

1. Operaciones de reporto o repo, simultáneas y transferencia temporal de valores

2. Ventas en corto

3. Carruseles

4. Operaciones a plazo

5. Operaciones de derivados

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

1. Infracciones

2. Régimen de sanciones

3. Prevención y control de lavado de activos en el mercado de valores

# CONTENIDO

## INTRODUCCIÓN

### I. ASPECTOS GENERALES


**1. Estructura del sistema financiero** 18

1.1. Mercado bancario 19

1.2. Estructura del mercado de valores 22

1.2.1. Emisión y negociación: Mercado Primario y mercado secundario 24

1.2.2. Sistemas de negociación: mercado bursátil y mercado extrabursátil 25

1.2.3. Público en general e inversionistas calificados: mercado principal y segundo mercado 26

1.3. Profundización del mercado de valores Colombiano e indicadores de comportamiento 26

1.3.1. Indicadores de profundización del mercado 27

1.3.2. Índices e indicadores del desempeño de valores y emisores de valores 34

**2. Regulación y supervisión del mercado** 38

2.1. El Congreso de la República 38

2.2. El Gobierno Nacional – Ministerio de Hacienda y Crédito Público 38

2.3. Superintendencia Financiera 39

2.3.1. Inspección y vigilancia 39

2.3.2. Control 40

2.3.3. Función jurisdiccional 41

2.4. Otras entidades con competencias regulatorias 41

2.4.1. El Autorregulador del Mercado de Valores – AMV 41

2.4.1.1. Aspectos generales de la autorregulación 41

2.4.1.2. Organismos autorizados para ejercer actividades de autorregulación 42

2.4.1.3. Relación entre el AMV y la Superintendencia Financiera 44

2.4.2. La Bolsa de Valores de Colombia – BVC 45

2.4.2.1. Obligaciones de los emisores inscritos en la BVC 46

**3. Valores negociables en el mercado de valores** — 47

3.1. Clasificaciones generales de los valores — 49

3.1.1. Según el derecho que incorporan — 49

3.1.2. Según la forma de determinar sus rendimientos — 49

3.1.3. Según la forma en que se transfieren — 49

3.2. Principales valores que se negocian en el mercado de valores — 50

3.2.1. Valores de Renta Fija — 50

3.2.1.1. Deuda Pública — 50

3.2.1.1.1. Bonos — 50

3.2.1.1.1.1. Características principales de los Bonos — 51

3.2.1.1.1.2. Principales participantes en la emisión y oferta de Bonos — 51

3.2.1.1.1.3. Principales tipos de Bonos — 52

3.2.1.1.1.4. Requisitos para la emisión de Bonos — 54

3.2.1.1.1.5. Aspectos tributarios — 54

3.2.1.1.2. Papeles comerciales — 57

3.2.1.1.3. Certificados de Depósitos a Término — 58

3.2.1.1.4. Aceptaciones Bancarias — 58

3.2.2. Valores de renta variable — 58

3.2.2.1. Acciones — 58

3.2.2.1.1. Características de las acciones y Acciones que se negocian en el Mercado de Valores — 58

3.2.2.1.2. Requisitos para la emisión y oferta de Acciones — 60

3.2.2.1.3. Quórum y mayorías de emisores inscritos en la BVC — 61

3.2.2.1.4. Derecho de preferencia en la suscripción y negociación de acciones — 61

3.2.2.1.5. Período ex dividendo — 62

3.2.2.1.6. Aspectos tributarios — 62

3.2.3. Valores emitidos en procesos de titularización — 63

3.2.3.1. Aspectos generales de la titularización — 64

3.2.3.2. Tipos de valores emitidos en desarrollo de procesos de titularización — 66

3.2.3.3. ¿Qué se puede titularizar? — 66

3.2.3.4. Titularización inmobiliaria — 67

3.2.3.5. Titularización de créditos hipotecarios — 68

3.2.3.6. Aspectos tributarios — 68

3.2.4. Derechos de participación de fondos de inversión colectiva — 68

3.2.5. Otros valores — 69

3.2.5.1 Certificados de depósitos de mercancías — 69

3.2.5.2 Contratos sobre derivados — 69

**4. Sistema Integral de Información del Mercado de Valores – SIMEV** — 69

4.1. Composición del SIMEV — 69

4.2. Registro en el SIMEV y en la BVC — 70

4.2.1. Aspectos generales relacionados con la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE — 70

4.2.2. Obligaciones de emisores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores — 71

4.2.3 Cancelación del Registro Nacional de Valores y Emisores — 72

4.3. Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores - RNAMV — 73

4.4. Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores - RNPMV — 74

4.4.1. Personas obligadas a inscribirse — 74

4.4.2. Información del Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores — 75

4.4.3. Certificación de los profesionales inscritos en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores — 75

## II. INTERVINIENTES EN EL MERCADO DE VALORES

**1. Emisores de valores.** — 77

1.1. Sociedades anónimas — 77

1.2. Entidades públicas legalmente facultadas para emitir valores de deuda pública — 77

1.3. Los gobiernos extranjeros y las entidades públicas extranjeras — 78

1.4. Organismos multilaterales de crédito — 78

1.5. Entidades extranjeras y sucursales de entidades extranjeras — 79

1.6. Las universalidades a las que se refiere la ley 546 de 1999 — 80

1.7. Otros emisores — 80

1.7.1. Sociedades de responsabilidad limitada — 80

1.7.2. Entidades cooperativas — 81

1.7.3. Entidades sin ánimo de lucro — 81

1.7.4. Los patrimonios autónomos fiduciarios — 81

**2. Fondos de inversión colectiva** — 81

2.1. Tipos de fondos de inversión colectiva — 82

2.1.1. Fondos de inversión colectiva abiertos — 82

2.1.2. Fondos de inversión colectiva del mercado monetario — 82
2.1.3. Fondos de inversión colectiva cerrados — 82
2.1.4. Fondos de inversión colectiva inmobiliarios — 82
2.1.5. Fondos de capital privado — 83
2.1.6. Fondos bursátiles — 85
2.2. Estructura de los fondos de inversión colectiva — 86
2.3. Régimen de inversiones — 90
**3. Intermediarios del mercado de valores** — 91
3.1. Intermediación — 91
3.1.1. Intermediación de valores — 95
3.1.1.1. Comisionistas de bolsa — 95
3.1.1.1.1. Operaciones autorizadas — 96
3.1.1.1.2. Reglas de conducta de las comisionistas de bolsa — 103
3.1.1.2. Comisionistas independientes — 103
3.1.1.3. Establecimientos de crédito — 103
3.1.1.4. Sociedades fiduciarias — 105
3.1.1.5. Sociedades administradoras de fondos de inversión colectiva — 106
**4. Inversionistas** — 106
4.1. Clases de inversionistas — 106
4.2. Fondos de pensiones y cesantías — 107
4.2.1. Régimen de inversión — 108
4.3. Fondos mutuos de inversión — 111

III. EMISIÓN Y OFERTA DE VALORES

**1. Oferta pública de valores y oferta privada** — 114
1.1. Oferta pública — 114
1.2. Oferta privada — 114
**2. Procedimiento para adelantar ofertas públicas de valores** 115
**3. Casos especiales de ofertas públicas** — 115
3.1. Oferta pública en el extranjero de valores emitidos por emisores colombianos — 115
3.1.1. Oferta pública exclusiva en exterior — 115
3.1.2. Oferta pública simultánea en Colombia y en el exterior 115
3.1.3. Oferta pública sucesiva en Colombia y en el exterior —116
3.2 Oferta pública en Colombia de valores emitidos por emisores extranjeros — 116

## IV. NEGOCIACIÓN DE VALORES EN EL MERCADO DE VALORES


**1. La negociación de valores en general** 119

**2. Ofertas públicas de adquisición – OPA** 120

2.1. Aspectos generales 120

2.2. Excepciones a la obligatoriedad de realizar una OPA 121

2.3. Procedimiento de una OPA 121

2.3.1. Autorización por parte de la Superintendencia de Industria y Comercio 121

2.3.2. Autorización por parte de la Superintendencia Financiera 122

2.3.3. Suspensión de la cotización bursátil 123

2.3.4. Garantías de la OPA 123

2.3.4.1. Garantías admisibles 123

2.3.4.2. Condiciones de las garantías 124

2.3.5. Comunicación de la OPA y aceptación 124

2.3.6. Adjudicación 124

2.3.7. Compensación y liquidación, y registro en DECEVAL de la transferencia de los valores 125

2.3.8. Contraprestación y precio de la OPA 127

2.3.8.1. Contraprestación de los valores adquiridos en la OPA 127

2.3.8.2. Precio de la OPA 127

2.4. Casos especiales de OPA 127

2.4.1. Ofertas competidoras 127

2.4.2. Ofertas concurrentes 128

2.4.3. OPAS especiales para determinadas operaciones 128

2.4.4. OPA obligatoria en caso de fusión 128

2.4.5. OPA obligatoria en caso de adquisiciones superiores al 90% del capital con derecho a voto 129

2.4.6. OPA obligatoria de desliste 129

**3. Martillos** 130

**4. Ofertas de democratización** 133

## V. PROTECCIÓN DE LOS INVERSIONISTAS


**1. Gobierno corporativo** 135

1.1. Estándares de Gobierno Corporativo 135

1.2. Estándares de Gobierno Corporativo sobre comités de auditoría 137

1.3. Estándares de Gobierno Corporativo sobre códigos de buen gobierno 137

1.4. Encuesta a Código País 138

1.5. Reconocimiento Emisores IR por parte de la BVC 139

**2. Otros mecanismos de protección de los inversionistas** 140

2.1. Procedimiento especial para la protección de accionistas minoritarios 140

2.2. Derechos de los tenedores de bonos 141

2.3. Conflicto de interés e información privilegiada 142

2.4. Prácticas ilegales y sanos usos del mercado 142

2.5. Saneamiento 143

2.6. Ley 1328 de 2009 - Estatuto del Consumidor Financiero 144


## VI. INVERSIONISTAS Y PRODUCTOS EXTRANJEROS


**1. Inversión extranjera en el mercado de valores** 146

1.1. El inversionista extranjero 146

1.2. El administrador local 146

1.3. Aspectos cambiarios relacionados con la inversión extranjera de portafolio en Colombia 147

1.4. Inversión de portafolio – ADR's y GDR's 147

**2. Productos y servicios extranjeros** 149

2.1. Promoción y oferta de servicios del mercado de valores y del mercado bancario 150

2.2. Actividades permitidas y prohibidas de los corresponsales y de las oficinas de representación 151

2.3. Excepciones a la obligación de establecer una oficina de representación o celebrar un contrato de corresponsalía 156

2.4. Deber de información de las oficinas de representación y de los corresponsales 158

2.5. Deber de asesoría profesional con los inversionistas de las oficinas de representación y de los corresponsales 159

## VII. PRINCIPALES ASPECTOS SOBRE PROVISIÓN DE INFRAESTRUCTURA EN EL MERCADO Y LA CALIFICACIÓN DE RIESGOS


**1. Sistemas de negociación y registro de valores** 161

1.1. Sistemas de negociación de valores 161

1.1.1. Condiciones generales de constitución y funcionamiento 161

1.1.2. Deberes de la entidad administradora de sistemas de negociación de valores o de registro de operaciones sobre valores 162

1.1.3. Afiliados 163

1.1.4. Mercado Integrado Latinoamericano – MILA 163

**2. Compensación, liquidación y los depósitos centralizados de valores.** 166

2.1. El principio de finalidad en las operaciones sobre valores 166

2.2. Las garantías 167

2.3. Anotación en cuenta 167

**3. El Depósito Centralizado de Valores** 167

3.1. Entidades autorizadas para actuar como depositarios de valores 168

3.2. Titularidad y transferencia de los bienes depositados 168

3.3. Perfeccionamiento del depósito 168

**4. La actividad de custodia de valores** 169

4.1. Entidades autorizadas para ejercer la actividad de custodia de valores 169

4.2. Principios que orientan la actividad de custodia de valores 169

4.3. Servicios que presta el custodio 169

4.3.1. Servicios obligatorios 170

4.3.2. Servicios complementarios 170

4.3.3. Servicios especiales 170

**5. Las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte - CRCC** 171

5.1. Funcionamiento general 171

5.2. Intervinientes en las transacciones que se desarrollan a través de una CRCC 172

5.3. La CRCC de Colombia 173

**6. Los proveedores de precios** 174

6.1. Estructura de los proveedores de precios 174

**7. Formadores de liquidez del mercado de valores** 175

7.1. Mecanismos para la formación de liquidez 175

8. La calificación de riesgos — 176

8.1. Calificadoras de riesgo — 176

8.2. Procedimiento de calificación — 177

8.2.1. Órgano competente para expedir calificaciones y metodología — 177

8.2.2. Valores que deben calificarse — 177

8.2.3. Divulgación al mercado — 178

8.2.4. Revisión de la calificación — 178

8.2.5. Tipos de calificaciones — 178

8.2.5.1. Calificación de riesgo crediticio de largo plazo — 178

8.2.5.2. Calificación de riesgo crediticio de corto plazo — 179

8.2.5.3. Fortaleza en la administración de portafolios — 180

8.2.5.4. Riesgo crediticio y de mercado de fondos de inversión y de portafolios de inversión — 181

8.2.5.5. Titularizaciones inmobiliarias — 182

VIII. OPERACIONES ESPECIALES

**1. Operaciones de reporto o REPO, simultáneas y transferencia temporal de valores** — 184

**2. Ventas en corto** — 187

**3. Carruseles** — 188

**4. Operaciones a plazo** — 188

**5. Operaciones de derivados** — 189

5.1. Definición — 189

5.1.1. Funciones económicas de las operaciones de derivados — 189

5.1.2. Formas de cumplimiento de las operaciones de derivados — 190

5.2. Características básicas y régimen legal de los derivados estandarizados — 190

5.2.1. Aplicación de las normas sobre valores a los derivados estandarizados — 190

5.2.2. Cumplimiento de operaciones a través de sistemas de compensación y liquidación 191

5.2.3. Principios aplicables a las operaciones de derivados estandarizados — 191

5.3. Principales mercados de derivados — 191

5.4. Principales derivados — 194

5.4.1. Opciones — 194

5.4.1.1. Futuros — 198

5.5. Regulación extranjera relevante en materia de derivados (Dodd-Frank Act y EMIR) — 200

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


**1. Infracciones** ——— 202

**2. Régimen de sanciones** ——— 204

**3. Prevención y control de lavado de activos en el mercado de valores** ——— 206

3.1. Prevención y control de entidades vigiladas por la Superintedencia Financiera ——— 206

3.2. Prevención y control por los emisores ——— 207

3.2.1. Entidades obligadas de la prevención y control en el mercado primario y secundario ——— 207

3.2.1.1. Mercado primario ——— 207

3.2.1.2. Mercado secundario ——— 208

3.2.2. Sistema de prevención y control de lavado de activos ——— 208

Bibliografía ——— 209

# GLOSARIO DE TÉRMINOS COMUNES

| | |
|---|---|
| AMV | Autorregulador del Mercado de Valores. |
| BVC | Bolsa de Valores de Colombia S.A |
| BMC | Bolsa Mercantil de Colombia S.A |
| Comisionistas de Bolsa | Sociedades Comisionistas de Bolsa |
| CRCC | Cámara de Riesgo Central de Contraparte |
| DECEVAL | Depósito Centralizado de Valores de Colombia S.A. |
| Decreto 2555 de 2010 | Decreto 2555 de 2010, expedido por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones |
| 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 el Decreto 2555 de 2010 |
| Ley 964 | Ley 964 de 2005 |

| | |
|---|---|
| RNAM | Registro Nacional de Agentes del Mercado |
| RNPM | Registro Nacional de Profesionales del Mercado |
| RNVE | Registro Nacional de Valores y Emisores |
| SIMEV | Sistema Integral de Información del Mercado de Valores |
| Superintendencia Financiera | Superintendencia Financiera de Colombia |

## 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 esta subdivida en cuatro capítulos, que hacen referencia, en su orden a: la estructura del sistema financiero, regulación y supervisión del mercado, los valores que se negocian en el mercado de valores, y el registro en el SIMEV y en la BVC.

En la segunda parte se hace referencia a los **intervinientes en el mercado de valores** (emisores, fondos de inversión colectiva, intermediarios de valores e inversionistas).

En la tercera parte se describen los asuntos relativos a la **emisión y oferta de valores.** Esta parte se subdivide a su vez en: los aspectos generales sobre las ofertas públicas y privadas de valores; el procedimiento para adelantar ofertas públicas y casos especiales de ofertas públicas.

En la cuarta parte se analiza la regulación relacionada con la **negociación de valores en el mercado de valores.** En esta parte se incluye la descripción de aspectos generales de la negociación de valores, las ofertas públicas de adquisición (OPAs), los martillos y los aspectos del mercado de valores relacionados con las ofertas de democratización.

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

Particularmente, en la parte quinta se describen los principales mecanismos de **protección de los inversionistas**; 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 y la calificación de riesgos;** en la parte octava se describen los principales aspectos sobre ciertas **operaciones especiales en el mercado;** por último, en la parte novena se describe **el régimen de infracciones y sanciones, y de prevención y control de lavado de activos y financiación del terrorismo en el mercado de valores.**

# CAPÍTULO #1
# ASPECTOS GENERALES

Este capítulo se refiere a (I) la estructura del sector financiero, (II) la regulación y supervisión del mercado, (III) los valores que se negocian en el mercado, y (IV) el registro en el SIMEV y en la BVC.

## 1. ESTRUTURA DEL SISTEMA FINANCIERO

El sistema financiero es el conjunto de instituciones y operaciones a través de las cuales se transfieren recursos disponibles para depositar o invertir (sector superavitario), a las 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 financieros que, separada e independientemente, se relacionan con los depositantes y con quienes requieren financiación.

Los intermediarios del mercado bancario (tales como los establecimientos bancarios) tienen por función principal captar recursos del sector superavitario, con el objeto primordial de realizar operaciones activas de crédito (por ejemplo, otorgar préstamos al sector deficitario).

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 por parte de las empresas que requieren recursos y la suscripción de dichos valores por parte de los inversionistas. Así, el sector deficitario tiene la posibilidad de captar directamente los recursos disponibles de los sectores superavitarios, sin la intervención de un intermediario financiero (establecimiento bancario).

No obstante lo anterior, la transferencia de recursos del sector superavitario al sector deficitario en el mercado de valores se debe realizar de manera organizada, a través de profesionales autorizados (ciertas entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera) que actúan como intermediarios del mercado de valores, los cuales realizan operaciones que tengan por finalidad o efecto el acercamiento de demandantes y oferentes en los sistemas de negociación de valores o en el mercado mostrador.

Esta actividad de intermediación en el mercado de valores es distinta a la intermediación que ocurre en el mercado bancario, teniendo esta última por objeto captar para después colocar recursos disponibles, mientras que en el mercado de valores los agentes autorizados simplemente ponen en contacto a inversionistas y empresas que requieran recursos.

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 o valores a un intermediario del mercado de valores (quien está obligado a tener idoneidad y capacidad operativa para actuar como tal) y quien por las actividades que realiza conoce del mercado e igualmente tiene conocimiento acerca de las condiciones económicas de los emisores de los valores en los cuales se invertirá, para que sea éste intermediario de valores quien administre el portafolio y, por lo tanto, sea quien realice las actividades de administración, compra y venta de valores atendiendo a los lineamientos definidos por el cliente.

### 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 son titulares de una cuenta corriente. De igual forma, en el mercado de valores, los inversionistas pueden realizar pagos mediante la transferencia de los valores de los cuales son titulares.

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.

Asimismo, en el mercado de valores, la oferta y demanda por valores en los mercados primario y secundario permiten el establecimiento de precios a dichos activos financieros.

## 1.1. MERCADO 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[1] 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 público 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**[2] 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.

[1] A partir de la entrada en vigencia de la Ley 1328 de 2009, las compañías de financiamiento comercial pasaron a denominarse "Compañías de Financiamiento" y todas las disposiciones vigentes referidas a aquellas, incluidas las previstas en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, se entienden ahora referidas a éstas.

[2] Ibídem.

## II) Sociedades de servicios financieros.

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, las sociedades administradoras de los fondos de pensiones y cesantías y las sociedades de intermediación cambiaria y de servicios financieros especiales. Los fondos de pensiones y cesantías, por su objeto y operaciones, corresponden a inversionistas institucionales; no obstante, la ley los clasifica como sociedades de servicios financieros.

## 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 los fondos de inversión colectiva – antes denominados carteras colectivas-, según se explica en la segunda parte de la guía sobre intervinientes del mercado de valores). Dentro de este grupo están las siguientes entidades:

### a) Las Entidades Aseguradoras.

### b) Las Sociedades de Capitalización.

Son entidades que tienen por objeto estimular el ahorro.
Esta finalidad la cumplen mediante la constitución, de cualquier forma, de capitales a cambio de desembolsos únicos o periódicos.

### c) Fondos de Inversión Colectiva.

Son vehículos de captación y administración de recursos de terceros, los cuales se integran con el aporte de un número plural de personas. Estos recursos son gestionados de manera colectiva para obtener resultados igualmente colectivos.

## 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 tiene 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.

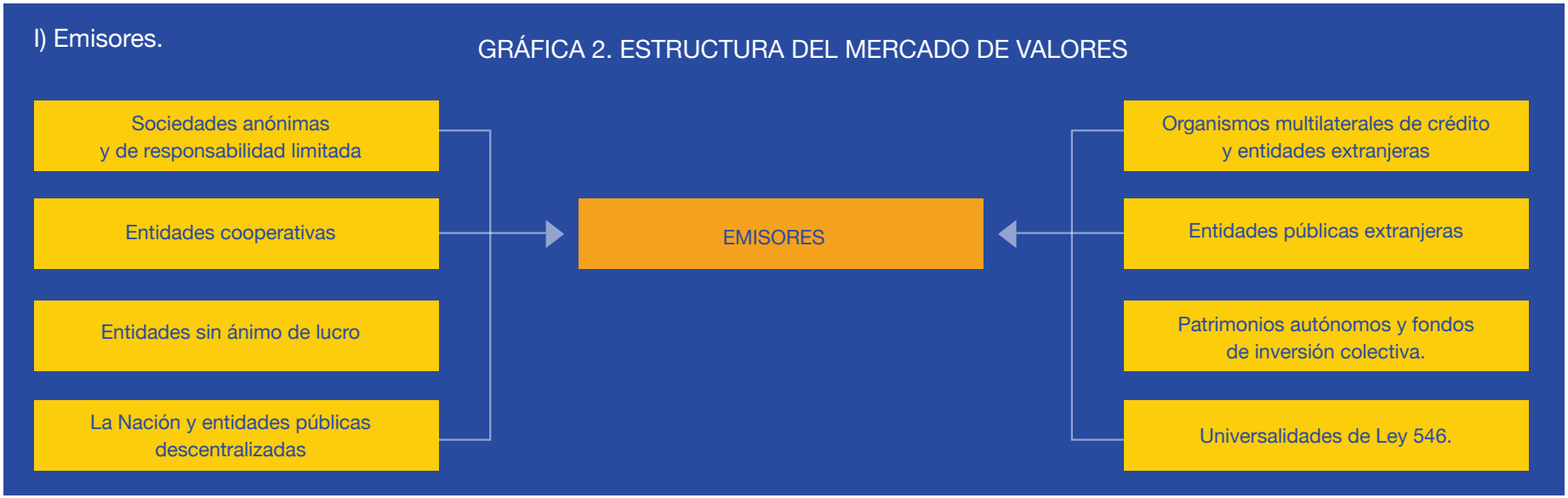
De acuerdo con lo anterior, la estructura del mercado bancario tiene la siguiente forma:

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



II) Intermediarios y facilitadores.

III) Inversionistas.

Este mercado 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 Extrabursátil. 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. Así, las operaciones realizadas en el Mercado Extrabursátil (o mercado mostrador) no están sujetas a las condiciones y reglas de operación particularmente establecidas para aquellas transacciones efectuadas en el mercado bursátil. Adicionalmente, en el Mercado Extrabursátil, las partes, comprador y vendedor, llevan a cabo la negociación directamente a través de contratos bilaterales, sin que exista un agente interpuesto que asuma los riesgos de contraparte.

En tercer lugar, de acuerdo con las personas autorizadas para invertir o comprar y vender valores, el mercado se divide en Mercado Principal y Segundo Mercado. En el primero participa el público en general y el segundo está restringido a inversionistas profesionales.

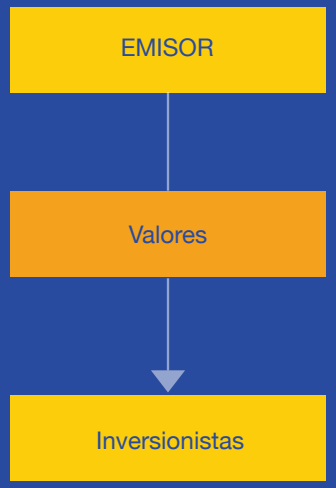
### 1.2.1. EMISIÓN Y NEGOCIACIÓN: MERCADO PRIMARIO Y MERCADO SECUNDARIO

El Mercado Primario se refiere a las transacciones mediante las cuales los inversionistas adquieren los valores directamente del emisor, esto es, cuando son emitidos por primera vez por parte del emisor y adquiridos por los inversionistas, para posteriormente ser negociados en el mercado secundario. Lo anterior, 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 Extrabursátil.

El Mercado Secundario se refiere a las transacciones que se realizan entre inversionistas sobre valores que han sido previamente emitidos y se encuentran en circulación en el mercado. 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 y que requieren realizarse por medio de la BVC, 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, y la cual provee normas, supervisión y servicios específicamente encaminados a facilitar dichas negociaciones. Actualmente la BVC administra el sistema transaccional para la negociación de acciones, soportada en la plataforma de negociación X-Stream de Nasdaq-OMX y otros sistemas transaccionales, según se indica a continuación.

Los sistemas de negociación de valores son plataformas para la realización de transacciones sobre valores distintos de acciones y bonos obligatoriamente convertibles en acciones inscritos en bolsas de valores, instrumentos financieros derivados cuyo subyacente sean acciones inscritas en bolsas de valores y otros valores de renta variable que se inscriban en estas bolsas, 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 acciones y bonos convertibles en acciones, 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 interna o externa, y el cual es administrado por el Banco de la República. Pueden acceder al SEN los establecimientos de crédito, las sociedades fiduciarias, las comisionistas de bolsa, las comisionistas independientes de valores, las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías, la Dirección del Tesoro Nacional del Ministerio de Hacienda y Crédito Público y el Banco de la República. Los usuarios (Agentes) pueden actuar directamente o a través de intermediarios de valores.

#### III) Sistemas de Cotización de Valores Extranjeros

Son mecanismos de carácter multilateral y transaccional a los cuales concurren los miembros o agentes afiliados al mismo, bajo las reglas, parámetros y condiciones establecidas en el artículo 2.15.6.1.1. y siguientes del Decreto 2555 de 2010 y en el reglamento del administrador del Sistema de Cotización de Valores Extranjeros, para la realización de operaciones sobre valores extranjeros listados en dichos sistemas y para la divulgación de información al mercado sobre tales operaciones.

Se reconocen como valores extranjeros, a efectos de ser listados y negociados en un Sistema de Cotización de Valores Extranjeros, los siguientes:

a. Los valores emitidos en el extranjero por instituciones u organismos multilaterales internacionales de carácter financiero.

b. Los valores emitidos en el extranjero por otras naciones o sus bancos centrales.

c. Los valores emitidos en el extranjero con inscripción vigente en un registro público de valores o listados en una bolsa de valores o en un sistema de negociación de valores, internacionalmente reconocidos a juicio de la Superintendencia Financiera.

Únicamente pueden invertir en los valores extranjeros descritos anteriormente, quienes tengan la calidad de inversionista profesional en los términos establecidos en el Decreto 2555 de 2010.

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 a las transacciones en las cuales el público en general puede comprar o vender valores.

El Segundo Mercado, por el contrario, se refiere a las transacciones realizadas únicamente por los inversionistas profesionales. Se entiende como inversionista profesional todo persona que cuenta con la experiencia y conocimientos necesarios para comprender, evaluar y gestionar adecuadamente los riesgos inherentes a cualquier decisión de inversión. Para estos efectos, el inversionista deberá acreditar al intermediario, al momento de su clasificación, un patrimonio igual o superior a diez mil (10.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes (COP$5.895.000.000 en 2013) y cumplir 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 (COP$2.947.500.000 en 2013).

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.

No obstante lo anterior, el público en general, es decir, un cliente inversionista 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 de una sociedad emisora.

II) La suscripción 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 es actualmente 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.

## 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.

Adicionalmente, los índices constituyen un mecanismo que puede ser utilizado para identificar la percepción del mercado frente al comportamiento de los valores inscritos en bolsa de valores y de la economía en general. Los índices también son utilizados para los siguientes fines:

I) Identificar la percepción del mercado frente al comportamiento de las empresas y de la economía.

II) Gestionar profesionalmente los portafolios, a través del uso de claras referencias de desempeño.

III) Realizar una gestión de riesgos de mercado eficiente.

IV) Ofrecer nuevos productos tales como notas productos estructurados, fondos bursátiles, derivados sobre índices, entre otros.

### 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 el saldo en circulación, y PIB (saldos en circulación de 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

La liquidez se define como la facilidad de comprar o vender una acción en determinado momento a un precio justo. 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

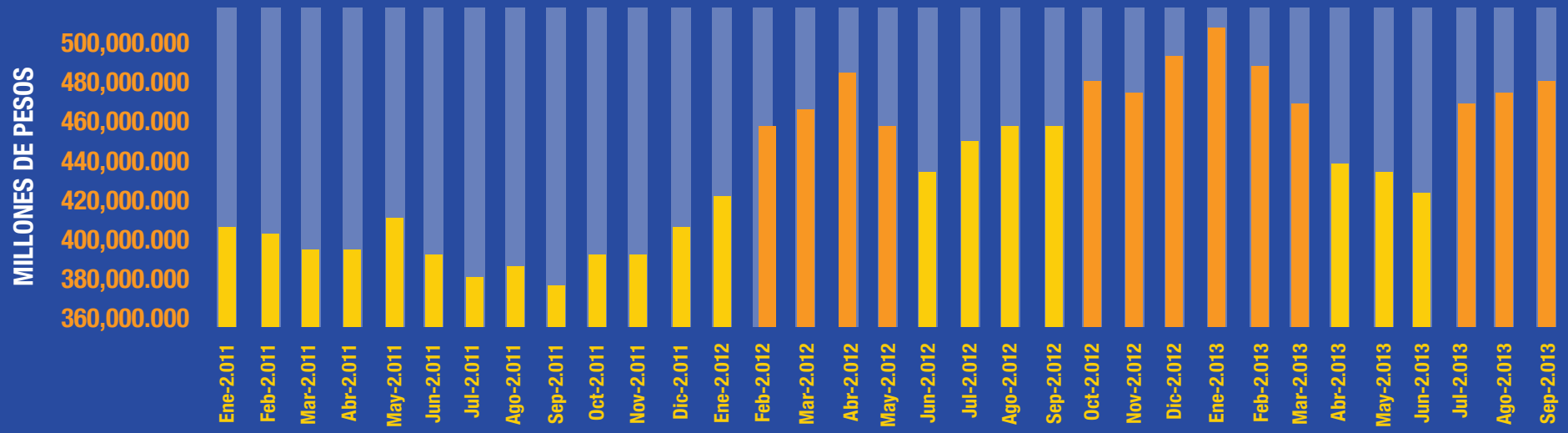
La eficiencia del mercado se mide mediante la relación entre la liquidez del mercado y su tamaño o capitalización del mercado.

#### 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 contra el total de la capitalización bursátil del total del mercado.

Según se muestra en las gráficas siguientes, el mercado colombiano se ha caracterizado por un incremento reciente en su tamaño.

GRÁFICA 4.1. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL TAMAÑO DEL MERCADO ACCIONARIO (CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL).




**Fuente:** Bolsa de Valores de Colombia.

Si bien la anterior gráfica muestra que a mediados del año 2013 se presentó una desaceleración en el crecimiento del tamaño del mercado accionario en Colombia, en comparación con los últimos meses del 2012 y los primeros meses (enero y febrero) de 2013, los cuales presentaron resultados muy significativos, los más recientes resultados y la evolución del mercado colombiano evidencian que los últimos dos años han presentado una tendencia al crecimiento, tomando como base la capitalización bursátil.

Así, mientras que en enero de 2012, la capitalización bursátil alcanzó un valor de COP$418,61 billones, en junio de 2012, la capitalización bursátil fue de COP$427,51billones. En enero de 2013 fue el mes en el cual se evidenció el mayor crecimiento del mercado accionario donde la capitalización bursátil fue de COP$475,74 billones, incrementándose en un 15,55% en comparación con el mismo mes del año 2012.

Actualmente Ecopetrol se destaca como el emisor con mayor capitalización bursátil, con un valor en bolsa de COP$180,091 billones con corte al 30 de septiembre de 2013.

Después de Ecopetrol se destacan: Grupo Aval con COP$25,786 billones, Bancolombia con COP$23,092 y Grupo de Inversiones Suramericana con COP$21,979 billones. Como emisor extranjero con acciones listadas en la BVC se destaca Pacific Rubiales Corp. con COP$12,114 billones.

La siguiente tabla muestra los veinte (20) emisores con mayor capitalización bursátil:

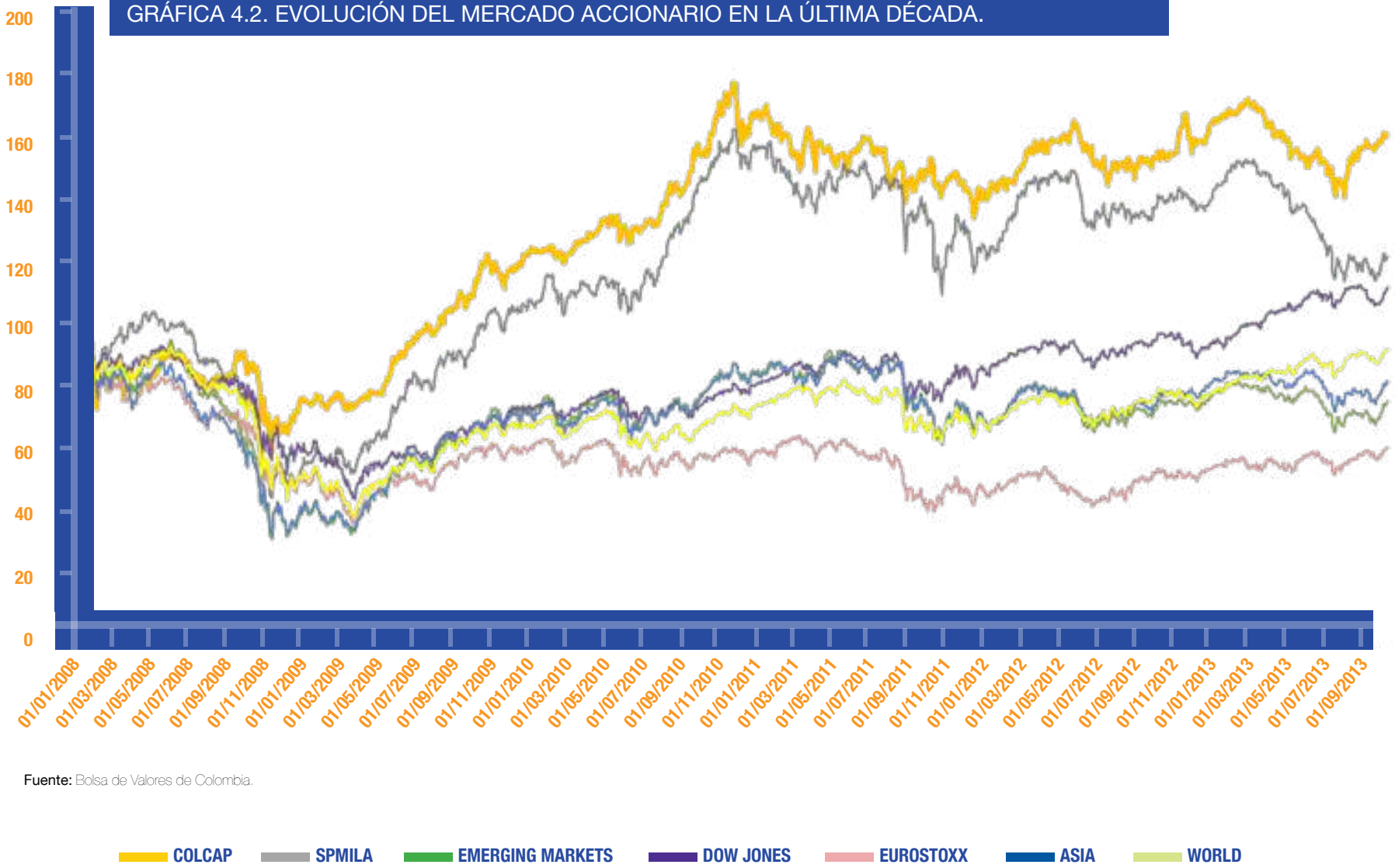
## TABLA 1. CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL DE LOS 20 EMISORES CON MAYOR CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL EN EL MERCADO, A SEPTIEMBRE DE 2013.

| EMISOR | COP $ BILLONES | USD $ MILLONES |
|---|---|---|
| ECOPETROL | 180.091 | 93.821 |
| GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES | 25.786 | 13.434 |
| BANCOLOMBIA S.A | 23.092 | 12.030 |
| GRUPO DE INVERSIONES SURAMERICANA | 21.979 | 11.450 |
| BANCO DE BOGOTÁ | 19.390 | 10.101 |
| GRUPO ARGOS | 17.814 | 9.280 |
| ALMACENES ÉXITO | 14.621 | 7.617 |
| EMPRESA DE ENERGÍA DE BOGOTÁ (EEB) | 14.139 | 7.365 |
| CEMENTOS ARGOS | 13.608 | 7.089 |
| GRUPO NUTRESA | 12.524 | 6.524 |
| PACIFIC RUBIALES ENERGY CORP. | 12.114 | 6.311 |
| INTERCONEXIÓN ELECTRICA (ISA) | 10.467 | 5.453 |
| CEMEX LATAM HOLDINGS | 8.340 | 4.345 |
| ISAGEN | 7.960 | 4.146 |
| CORPORACIÓN FINANCIERA DE COLOMBIA | 7.898 | 4.115 |
| BANCO DE OCCIDENTE | 6.267 | 3.264 |
| PROMIGAS | 6.220 | 3.240 |
| CELSIA | 4.468 | 2.327 |
| GAS NATURAL | 4.430 | 2.307 |
| BANCO POPULAR | 3.708 | 1.931 |
| SOCIEDADES BOLIVAR | 3.493 | 1.820 |
| BBVA COLOMBIA | 3.448 | 1.796 |

**Fuente:** Bolsa de Valores de Colombia
TRM al 30 de septiembre de 2013: $1.914,65

El crecimiento del mercado accionario ha sido una constante en la última década. Así lo refleja la siguiente gráfica, que muestra la evolución del monto promedio transado en el mercado de acciones, así como la evolución del COLCAP (índice sobre la variación en el comportamiento de los precios de las acciones en el mercado bursátil y el cual se describe en detalle en el siguiente capítulo).

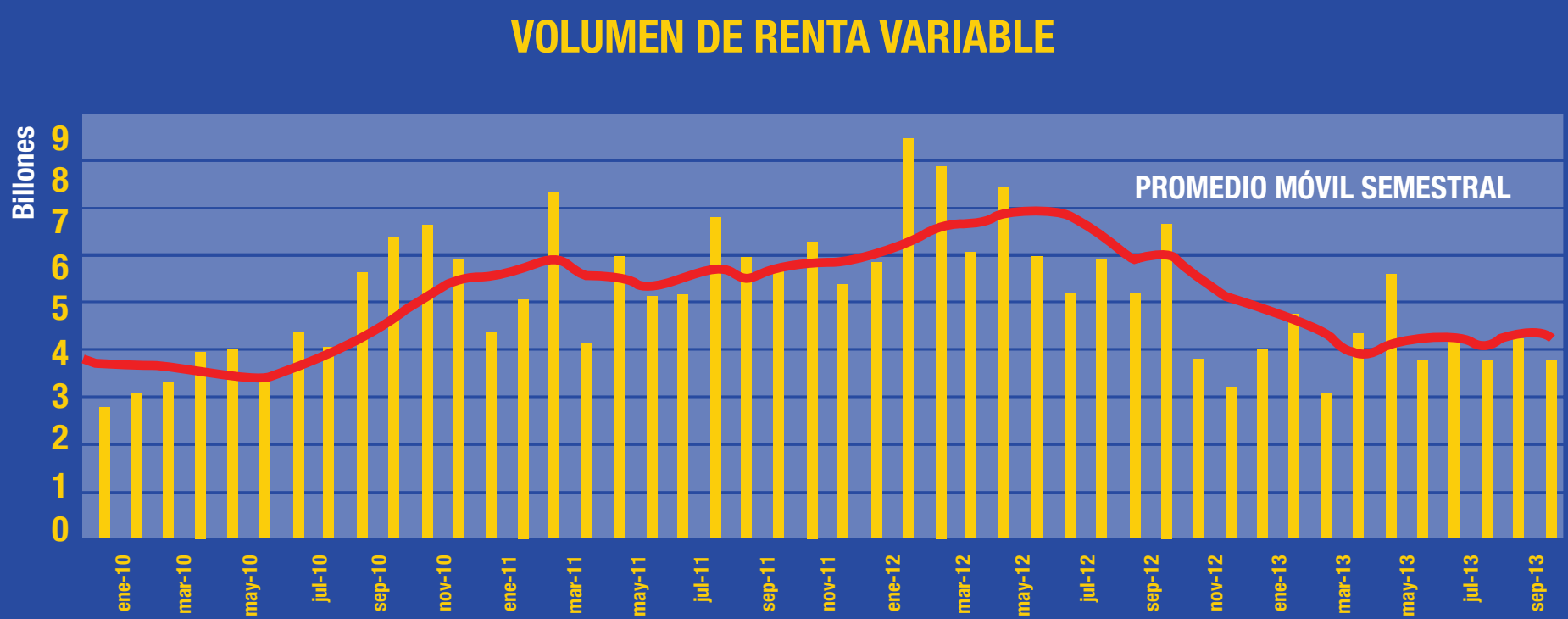
GRÁFICA 4.2. EVOLUCIÓN DEL MERCADO ACCIONARIO EN LA ÚLTIMA DÉCADA.




**Fuente:** Bolsa de Valores de Colombia.

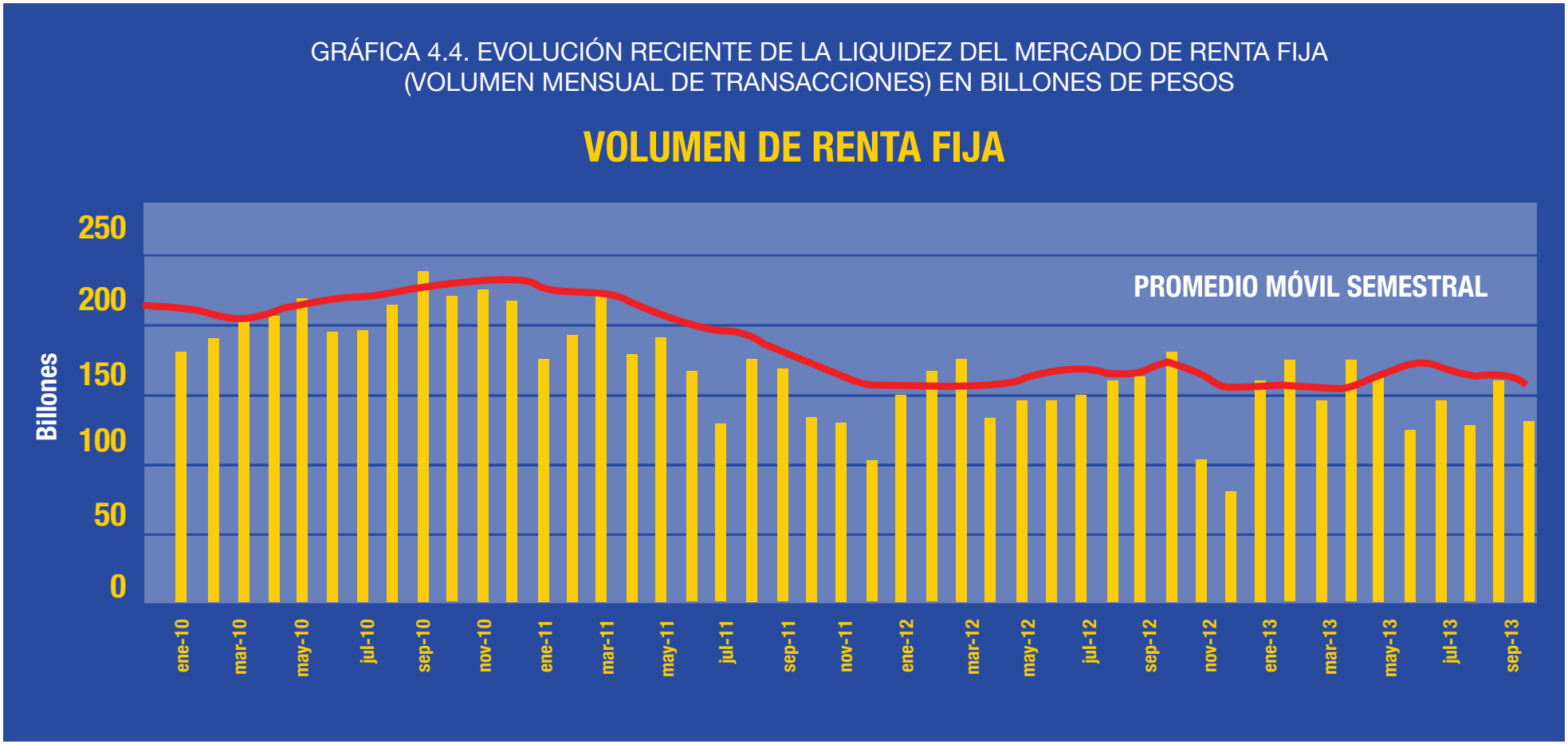
En cuanto a la liquidez del mercado, ésta por lo general es medida tomando en cuenta el volumen de operaciones sobre acciones. De esa manera, se puede calcular la facilidad para comprar y vender valores en determinado mercado. Las siguientes gráficas exponen el volumen y número de operaciones promedio diario sobre títulos de renta fija y renta variable transados en la BVC.

GRÁFICA 4.3. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA LIQUIDEZ MERCADO DE RENTA VARIABLE
(VOLUMEN MENSUAL DE TRANSACCIONES) EN BILLONES DE PESOS




**Fuente:** Bolsa de Valores de Colombia.

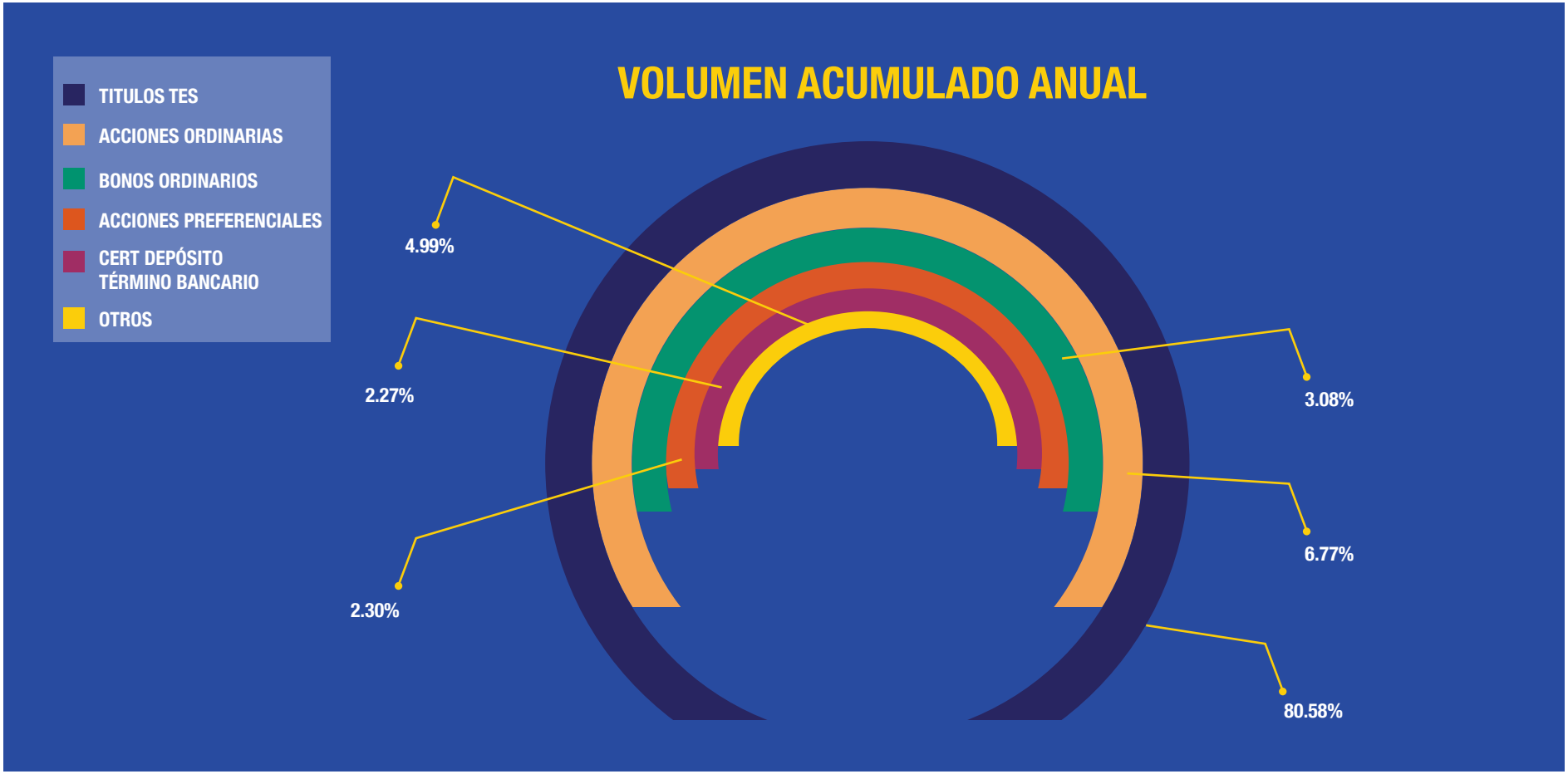
GRÁFICA 4.4. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA LIQUIDEZ DEL MERCADO DE RENTA FIJA
(VOLUMEN MENSUAL DE TRANSACCIONES) EN BILLONES DE PESOS




**Fuente:** Bolsa de Valores de Colombia.

Del total de operaciones realizadas en la BVC en lo corrido del año hasta el mes de septiembre, COP$320,541 billones corresponden a operaciones sobre títulos de deuda pública (TES) – sin incluir los títulos TES en UVR y TES variable - y COP$26,942 billones a transacciones en acciones ordinarias y COP$9,144 en acciones preferenciales.

De los anteriores montos, la mayor participación de valores transados en la BVC la ocupan los títulos de deuda pública TES, con un 80,58%. Estos valores son seguidos por las acciones ordinarias, con una participación del 6,77% frente al total negociado.




**Fuente:** Bolsa de Valores de Colombia.

### 1.3.2. ÍNDICES E INDICADORES DEL DESEMPEÑO DE VALORES Y EMISORES DE VALORES

Además de los anteriores indicadores de profundización del mercado, los siguientes índices e indicadores miden, entre otros, (i) las variaciones de los precios de las acciones más líquidas de la BVC, ponderadas de acuerdo con su capitalización bursátil o con su nivel de liquidez, y (ii) el comportamiento de determinado emisor o de determinado valor.

### A. ÍNDICES

#### I) COLCAP

El COLCAP tiene por objeto medir la variación de los precios de las acciones en el mercado accionario.

El índice COLCAP refleja las variaciones de los precios de las veinte (20) acciones más líquidas de la BVC. Para calcular este índice, una vez se selecciona la canasta de acciones, cada emisor tiene una ponderación de acuerdo con su valor de capitalización bursátil ajustado (flotante de la compañía multiplicado por el último precio).

Con el fin de seleccionar la canasta, lo cual se hace trimestralmente se usa una función de liquidez F(L) de las acciones, con base en el volumen, la rotación y la frecuencia de cada una de las acciones seleccionables, que es lo que determina cuáles son las acciones más líquidas.

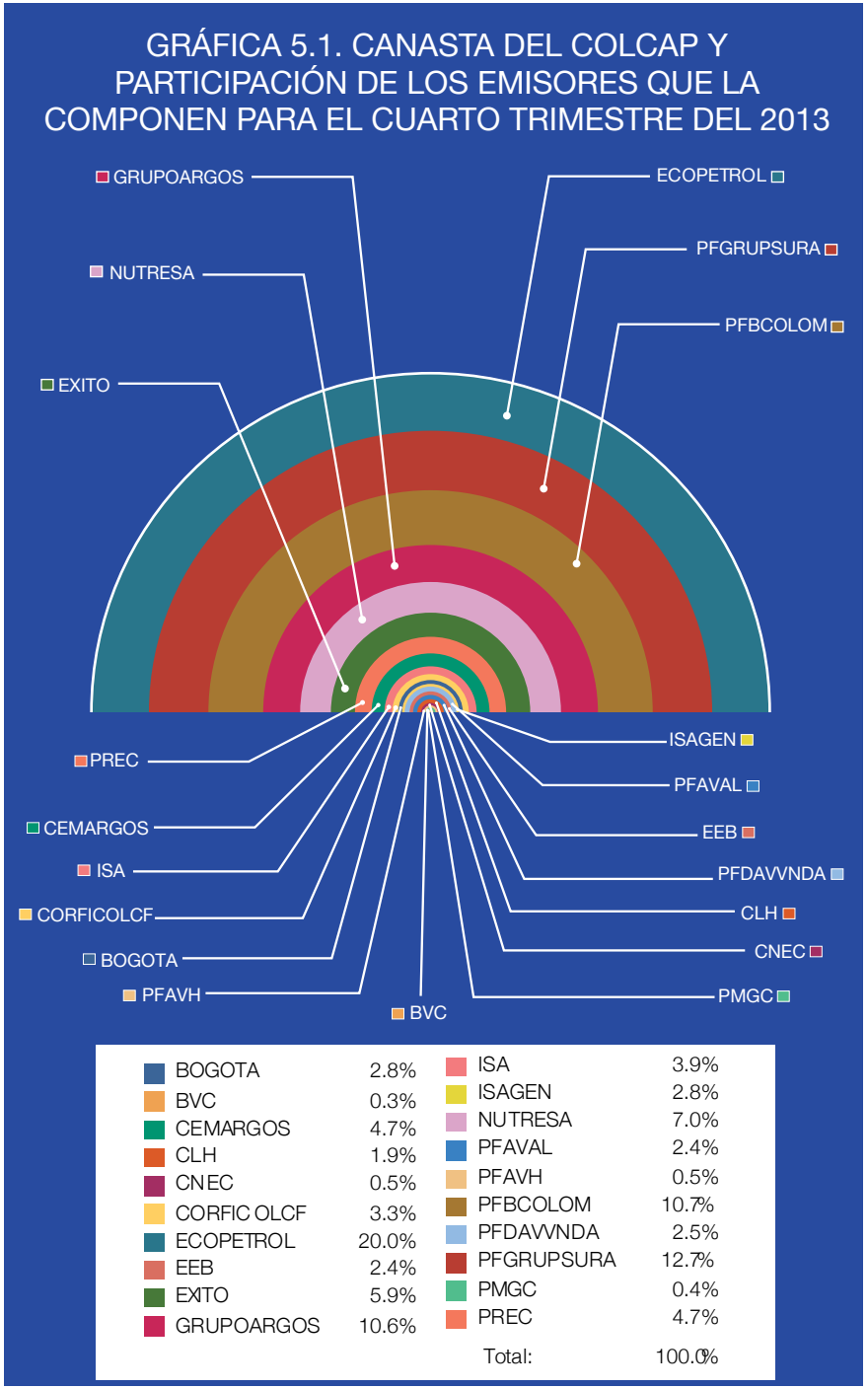
- **Frecuencia:**
representa el porcentaje de ruedas en las que participó la acción en los últimos noventa (90) días en que se transó la acción en el último año.

- **Rotación:**
representa el número de acciones negociadas de un valor en los últimos ciento ochenta (180) días en que se transó la acción en el último año.

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

La selección de la canasta con base en la Función de Liquidez se realiza de forma trimestral.

GRÁFICA 5.1. CANASTA DEL COLCAP Y PARTICIPACIÓN DE LOS EMISORES QUE LA COMPONEN PARA EL CUARTO TRIMESTRE DEL 2013




| | | | |
|---|---|---|---|
| BOGOTA | 2.8% | ISA | 3.9% |
| BVC | 0.3% | ISAGEN | 2.8% |
| CEMARGOS | 4.7% | NUTRESA | 7.0% |
| CLH | 1.9% | PFAVAL | 2.4% |
| CNEC | 0.5% | PFAVH | 0.5% |
| CORFICOLCF | 3.3% | PFBCOLOM | 10.7% |
| ECOPETROL | 20.0% | PFDAVVNDA | 2.5% |
| EEB | 2.4% | PFGRUPSURA | 12.7% |
| EXITO | 5.9% | PMGC | 0.4% |
| GRUPOARGOS | 10.6% | PREC | 4.7% |
| | | Total: | 100.0% |

**Participación en el COLCAP**

El COLCAP es calculado de forma permanente y, consecuentemente, es revelado al público no sólo de forma diaria o mensual, sino igualmente de forma intradiaria (durante el día).

### II) EL COLSC

El COLSC es un índice que está compuesto por las 15 acciones de las empresas más pequeñas en capitalización bursátil que hacen parte del COLEQTY, donde la participación de cada acción dentro del índice es determinada por el flotante de cada una de las especies.

### III) El COLEQTY

Es un índice general que está compuesto por cuarenta (40) acciones con mejor función de selección de la BVC, donde la participación de cada acción dentro del índice es determinante para el flotante de cada una. La participación máxima que puede tener una acción en el índice en la fecha de cálculo de la canasta informativa es del 10%. Para tal efecto, en el proceso de cálculo de las participaciones, los excedentes repartidos a prorrata entre las acciones restantes del índice que tengan una participación inferior al 10%.

La función de selección, es decir, lo que busca reflejar el índice COLEQTY es la liquidez para determinar las acciones que lo componen.

### IV) COLIR

El COLIR es un índice que está compuesto por las acciones de las empresas que cuentan con el Reconocimiento Emisores IR en los términos de la Circular Única BVC y que hacen parte del COLEQTY, donde la participación de cada acción dentro del índice es determinada por el flotante de cada una de las especies.

El reconocimiento mencionado, es otorgado por la Bolsa de Valores de Colombia a los emisores que certifiquen el cumplimiento de mejores prácticas en materia de relación con los inversionistas y revelación de información a los inversionistas y al mercado en general.

### V) COLIBR

El índice del IBR es una herramienta que permite seguir la evolución del mercado monetario colombiano, ya que replica una inversión que renta a la tasa IBR Overnight calculada y publicada diariamente por el Banco de la República. Teniendo en cuenta la operatividad del cálculo de la tasa overnight y la forma de replicación del índice, éste solo se calcula los días hábiles.

El índice surge de forma paralela a la creación del contrato de Futuro de IBR, el cual permite negociar la expectativa de la tasa overnight para un periodo de tiempo y es una medida de referencia del riesgo y la liquidez del mercado monetario

La tasa IBR overnight calculada y publicada para el día es aplicada para actualizar el índice que será vigente el día siguiente.

### VI) Índice de Bursatilidad Accionaria (IBA)

El IBA mide el nivel de liquidez o facilidad con la que se compra y se 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.

## B. INDICADORES

### I) La Relación Precio Ganancia (RPG)

El 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 $20 mil pesos, y cuenta con cinco mil acciones, los dividendos por acción son equivalentes a $4 pesos. Si el precio de mercado de las acciones en ese momento es de $40, entonces la RPG es igual a 10.

## II) Coeficiente Beta

El Coeficiente 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 (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.

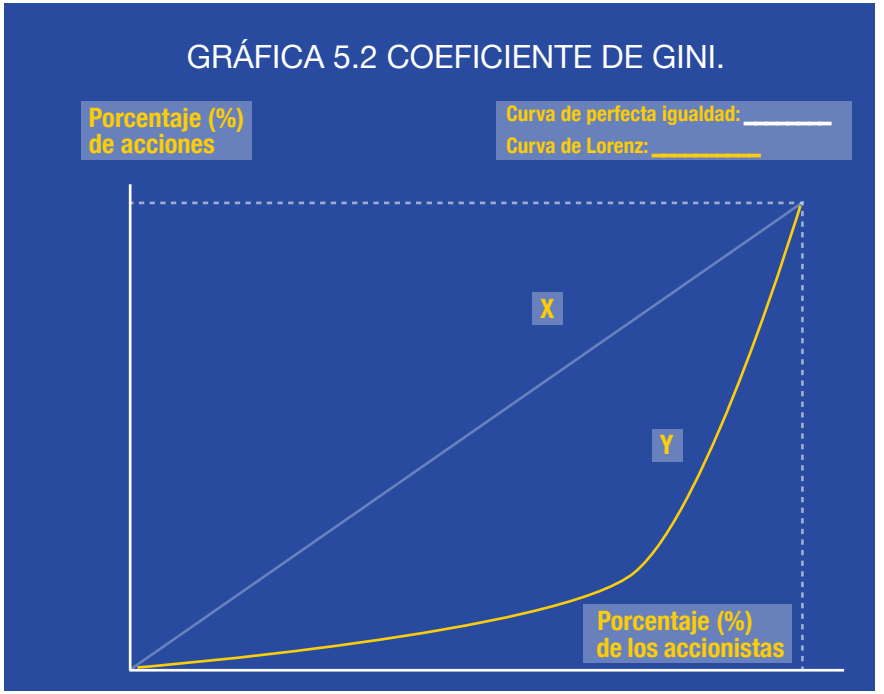
Por ejemplo, si un valor tiene un beta de dos (2), dicha acción sigue los cambios del mercado por un factor de dos (2). Así, si los precios del mercado disminuyen en un 3%, el precio del valor con beta dos (2) disminuirá en un 6%. Si, por el contrario, un valor tiene un beta de menos tres (-3), el precio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

## III) 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 5.2 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.

## IV) 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, la correspondiente acción está siendo sobrevalorada en el mercado; si es inferior a uno, 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, 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. 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. |
| RELACIÓN PRECIO GANANCIA (RPG) | 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. |

## TABLA 3. PRINCIPALES ÍNDICES DEL MERCADO DE VALORES

| INDICADOR | MIDE |
|---|---|
| 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 |
| COLEQTY | Tendencia general de los precios de las acciones ponderando en función de la capitalización bursátil ajustada de cada emisor. |
| COLIR | Tendencia general de los precios de las acciones ponderando en función de la capitalización bursátil ajustada de cada emisor al que se le haya otorgado el Reconocimiento Emisor IR y se encuentre dentro del indicador COLEQTY. |
| COLIBR | Evolución del mercado monetario colombiano, teniendo en cuenta la operatividad del cálculo de la tasa overnight y la forma de replicación del índice. |
| COLSC | Tendencia general de los precios de las 15 compañías con menor capitalización bursátil que hacen parte del COLEQTY |
| COLTES | Tendencia general de los precios del mercado de renta fija colombiano |

# 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, expide la ley marco del mercado de valores.

III) El Gobierno Nacional a través del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, expide regulaciones que concretan las normas generales de la ley marco de valores.

IV) La Superintendencia Financiera, 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 cualquiera 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.

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 - RNVE, el Registro Nacional de Agentes de Mercado de Valores - RNAMV y el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores - RNPMV. Al SIMEV se refiere el capítulo 4 de la parte I 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 5 de la parte VII de la presente Guía.

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 2.4 de la parte I de esta Guía.

V) Aspectos generales sobre la protección de los inversionistas; fundamentalmente estándares de gobierno corporativo a los cuales se refiere la parte V.

VI) El régimen general sobre infracciones, sanciones y prevención de lavado de activos y financiación del terrorismo, al cual se refiere la parte 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 del mercado de valores (Ley 964).

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.

Actualmente la regulación más extensiva emitida por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público es el Decreto 2555 de 2010, expedido por dicha autoridad el 15 de julio de 2010 y que recoge y reexpide las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores. El Decreto 2555 de 2010 recoge entre otras, las normas relacionadas con el régimen de inversión de los fondos de pensiones, normas aplicables a las fondos de inversión colectiva, normas relacionadas con los procedimientos para efectuar ofertas públicas de valores, con el funcionamiento del SIMEV, entre otras.

## 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.

### 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.

Estas funciones son desarrolladas por la Superintendencia Financiera principalmente a través de los órganos que se describen en la siguiente gráfica, los cuales se dividen en delegaturas especializadas para la supervisión de intermediarios financieros propiamente dichos y participantes del mercado de valores.

Las entidades sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera son las siguientes:

## TABLA 4.1. ENTIDADES SUJETAS A INSPECCIÓN Y VIGILANCIA

| | |
|---|---|
| **PROVEEDORES DE INFRAESTRUCTURA** | Bolsas de valores. |
| | Bolsas de bienes y productos agropecuarios y agroindustriales. |
| | 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** | Comisionistas de bolsa. |
| | Comisionistas independientes de valores. |
| **FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA Y ADMINISTRADORES DE FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA.** | 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 COP$2.358.000.000 en 2013). |
| | Fondos de garantía. |
| | Sociedades administradoras de inversión (anteriormente, sociedades administradoras de fondos de inversión). |
| **OTRAS** | Sociedades titularizadoras. |
| | Sociedades calificadoras de valores. |

### 2.3.2. CONTROL

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

A continuación se describen los emisores sobre los cuales la Superintendencia Financiera ejerce un control concurrente:

## TABLA 4.2. EMISORES SUJETOS A CONTROL CONCURRENTE.

| TIPO DE ENTIDAD SOMETIDA A CONTROL | AUTORIDAD QUE CONTROLA CONCURRENTEMENTE |
|---|---|
| **COOPERATIVAS** | Superintendencia de la 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 |
| **EMPRESAS DE SEGURIDAD PRIVADA** | Superintendencia de Vigilancia y Seguridad Privada |

En desarrollo de las funciones de inspección, vigilancia y control, la Superintendencia ejerce las siguientes funciones, de acuerdo con la Ley 964:

## TABLA 4.3. FUNCIONES DE INSPECCIÓN, VIGILANCIA Y CONTROL CONTEMPLADOS EN LA LEY 964

| | |
|---|---|
| **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:<br><br>1. Una oferta pública en cualquiera de sus modalidades;<br>2. La negociación de determinado valor;<br>3. La inscripción de valores o de los emisores de los mismos en el Registro Nacional de Valores y Emisores;<br>4. La inscripción de determinada persona en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores; o<br>5. 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 |

### 2.3.3. FUNCIÓN JURISDICCIONAL

La facultad jurisdiccional de la Superintendencia Financiera consiste en que los conflictos que se presenten entre los consumidores financieros y las entidades vigiladas con ocasión de la actividad financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público pueden ser conocidos y resueltos por la Superintendencia Financiera.

Esta facultad jurisdiccional está limitada exclusivamente a los asuntos relacionados con la ejecución y el cumplimiento de obligaciones contractuales con el objeto de que sean fallados en derecho, con carácter definitivo, mediante el procedimiento verbal sumario y con las facultades propias de un juez.

Con el fin de garantizar la imparcialidad y autonomía en el ejercicio de su función jurisdiccional, la Superintendencia Financiera ha cambiado su estructura de organización interna al crear una nueva delegatura para asuntos jurisdiccionales independiente de las funciones de inspección, vigilancia y control.

## 2.4. OTRAS ENTIDADES CON COMPETENCIAS REGULATORIAS

### 2.4.1. EL AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES – AMV

En este capítulo se hace referencia a (i) los aspectos generales de la autorregulación, (ii) los organismos autorizados para ejercer las funciones de autorregulación y (iii) la relación entre el AMV y la Superintendencia Financiera.

#### 2.4.1.1. ASPECTOS GENERALES DE LA AUTORREGULACIÓN

La autorregulación es un esquema de regulación de naturaleza privada que permite a un sector específico dictar sus propias reglas de conducta y regularse a sí mismo. La autorregulación en el mercado de valores nació de la Ley 964 y es actualmente ejercida por el Autorregulador del Mercado de Valores – AMV. Se dirige particularmente a los intermediarios del mercado de valores y a las personas naturales vinculadas a ellos, sean o no éstos últimos. 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 hayan inscrito a un organismo autorregulador, estarán sujetas a las normas disciplinarias, aun cuando tales personas no se encuentren inscritas previamente en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores.

La autorregulación no se considera función pública, según lo prevé la Ley 964. 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.

En resumen, 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 leyes y normas que resulten aplicables. Esta reglamentación se efectúa mediante la expedición de reglamentos (que autoriza previamente la Superintendencia Financiera) y son de obligatorio cumplimiento y se presumen conocidos por quienes se encuentren sometidos a los mismos.

II) Función de supervisión. Permite a los organismos autorreguladores verificar el cumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación.

III) Función disciplinaria

Permite a los organismos autorreguladores la imposición de sanciones por el incumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación de manera que se sancionen las malas prácticas del mercado y a quienes infrinjan las reglas del mismo. Los procesos y acciones disciplinarias se pueden iniciar contra los intermediarios y sus funcionarios. En cualquier caso, los organismos de autorregulación deben establecer procedimientos e iniciar de oficio o a petición de parte las 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.

### 2.4.1.2. ORGANISMOS AUTORIZADOS PARA EJERCER ACTIVIDADES DE AUTORREGULACIÓN

La ley del mercado de valores fijó unos criterios bastante amplios para efectos de constituir organismos autorreguladores, de forma que habilitó para solicitar a la Superintendencia Financiera la autorización para ejercer actividades de autorregulación a diferentes gremios y asociaciones, como los siguientes:

I) Organizaciones que tengan por objeto exclusivo la autorregulación.

II) Organizaciones gremiales o profesionales.

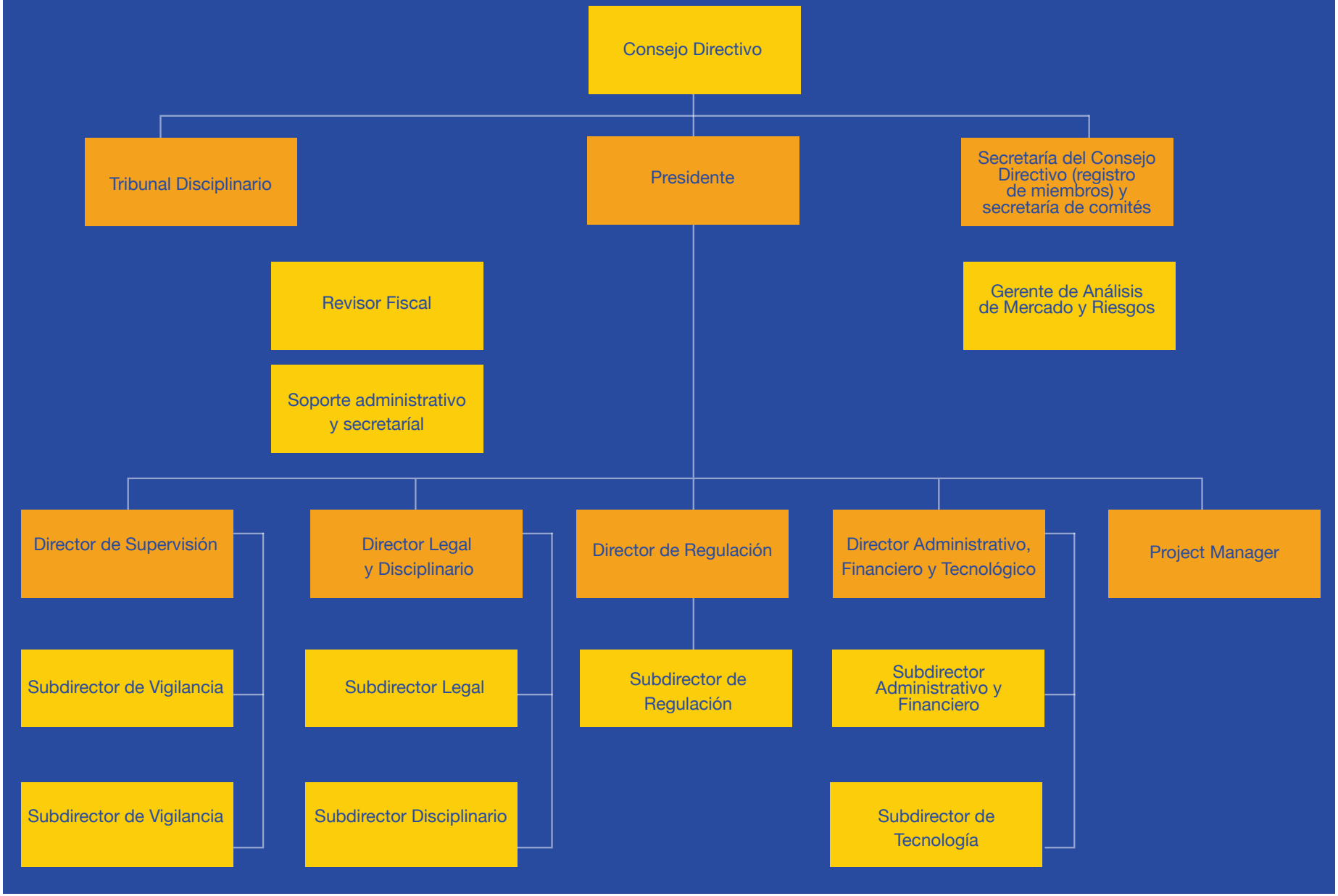
III) Las bolsas de valores.

IV) Las bolsas de productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities;* respecto de sus miembros de conformidad con las normas vigentes.

V) Las sociedades administradoras de sistemas de negociación de valores del mercado extrabursátil.

Sin embargo, actualmente en Colombia, únicamente el AMV, se encuentra autorizado para operar por la Superintendencia Financiera como organismo autorregulador. Para el desarrollo de estas funciones, el AMV tiene la estructura que se detalla en la siguiente gráfica.

GRÁFICA 6. ESTRUCTURA DEL AMV.




**Fuente:** Bolsa de Valores de Colombia.

### 2.4.1.3. RELACIÓN ENTRE EL AMV Y LA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA

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 supervisión y disciplina de los organismos autorreguladores con las de las autoridades públicas, la Ley 964 faculta a la Superintendencia Financiera para suscribir memorandos de entendimiento que coordinarán estas actividades.

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", que tiene las siguientes características:

## TABLA 5. PRINCIPALES ASPECTOS DEL MEMORANDO DE ENTENDIMIENTO ENTRE LA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA Y EL AMV

| | |
|---|---|
| **OBJETO** | Definir los principios que la Superintendencia Financiera y el AMV deben tener en consideración para desarrollar sus funciones, sin que exista duplicidad de las mismas.<br><br>El memorando abarca funciones normativas, de supervisión, disciplinarias y de certificación de la AMV. |
| **NATURALEZA** | Es un acuerdo que 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. Se establece el AMV como supervisor de primera línea en materia de supervisión, investigación y sanción de las conductas de mercado de los intermediarios de valores y como encargado de inspeccionar asuntos relacionados con las obligaciones de los intermediarios de valores |
| | Especialización de la Superintendencia Financiera. Se establece que la Superintendencia Financiera debe enfocar sus funciones de supervisión a las actividades de intermediación con impacto sistémico o al ejercicio irregular de estas funciones, cumplimiento de normas sobre lavado de activos, cumplimiento de normas contables y asuntos de naturaleza prudencial de los intermediarios, entre otros |
| | 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. Ambas entidades pueden solicitarse mutuamente el suministro de información y documentos necesarios para el ejercicio de sus funciones |
| | Cadena de custodia. Cuando se trasladen pruebas entre ambas entidades, debe existir custodia de las mismas por cada una de ellas |
| | 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 Financiera 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 |

| | |
|---|---|
| **PRINCIPIOS PARA EVITAR LA DUPLICIDAD DE FUNCIONES.** | Racionalización de funciones. La Superintendencia Financiera trasladará al AMV las investigaciones, que correspondan a su función de supervisión de primera línea y en las que la Superintendencia Financiera no haya iniciado actuación administrativa de carácter sancionatorio |
| | Excepcionalidad de la duplicidad de funciones. De manera excepcional, ambas entidades 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 |

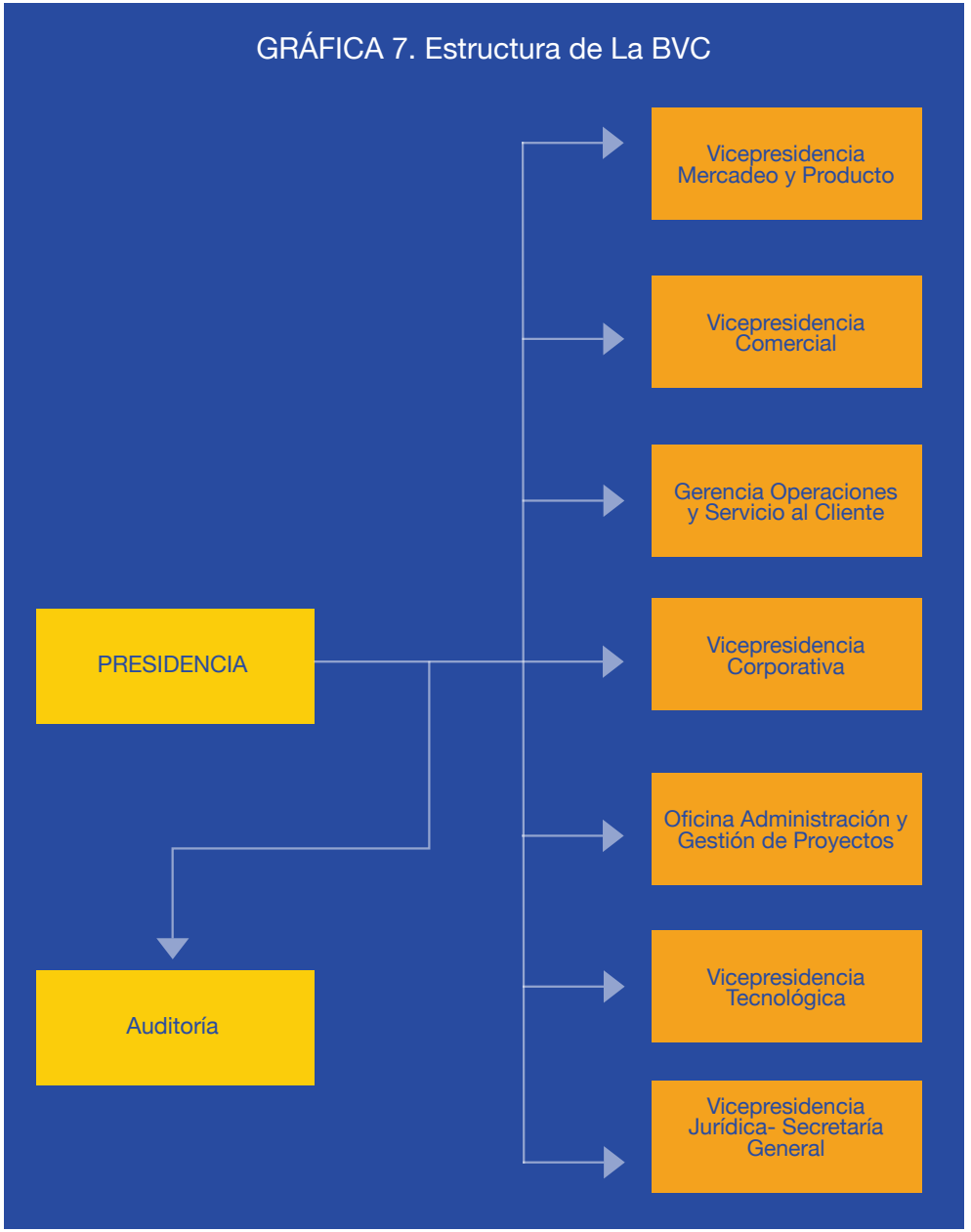
### 2.4.2. LA BVC

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 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 y la Circular Única de la BVC, los cuales regulan principalmente la negociación y operaciones que se celebran a través de dicha bolsa, así como la relación de la BVC con sus usuarios.

Para la realización de sus funciones, la BVC se encuentra organizada en vicepresidencias especializadas de Mercadeo y Producto, Tecnología, Comercial, Corporativa y Jurídica, Operaciones y Servicio al Cliente, y Administración y Gestión de Proyectos, de la siguiente forma:

GRÁFICA 7. Estructura de La BVC




**Fuente:** Bolsa de Valores de Colombia.

### 2.4.2.1. OBLIGACIONES DE LOS EMISORES INSCRITOS EN LA BOLSA DE VALORES

Un emisor puede inscribir sus valores en la BVC, antes inscribiéndolos en el RNVE, salvo cuando se trate de documentos de deuda pública garantizados o avalados por la Nación o el Banco de la República.

Una vez el emisor haya inscrito los valores en el RNVE, el representante legal del emisor podrá solicitar la inscripción de sus valores en la BVC. En dicha solicitud, deberá indicarse los siguientes aspectos del emisor y de la emisión:

I) Carta de solicitud de inscripción dirigida a la BVC indicando la siguiente información:

a) Detalle sobre la emisión;

b) Detalle sobre la destinación concreta de los recursos que se capten con la emisión; y

c) Señalar si el 10% o más se va a destinar a cubrir pasivos del emisor.

II) Constancia de registro en el RNVE;

III) Resolución del órgano competente del emisor donde se autorice la inscripción en la BVC;

IV) Estatutos del emisor, si la inscripción no es automática;

V) Certificado de existencia y representación legal;

VI) Estados financieros dictaminados correspondientes a los últimos dos períodos y último informe financiero trimestral, si la emisión no cuenta con prospecto de información;

VII) Carta de compromiso y autorización a la BVC, en relación con las obligaciones que el emisor asume;

VIII) Facsímil del valor y certificación expedida por el custodio en la que conste que el macrotítulo se encuentra en depósito, si la emisión no es desmaterializada.

IX) Prospecto de información definitivo y aprobado por la Superintendencia Financiera, si la emisión requiere tenerlo.

X) Formulario diligenciado de vinculación de clientes de la BVC.

XI) Calificación de la emisión, cuando se requiera.

XII) Contar con una página web en la cual se encuentre a disposición la información que indica la BVC para ese efecto y a la cual tienen la obligación de mantener actualizada todos los emisores enlistados en su sistema de negociación.

Los requisitos para inscribirse en la BVC varían dependiendo del tipo de valor que se vaya a inscribir. La regulación prevé condiciones diferentes dependiendo de si se trata, por ejemplo, de acciones, bonos obligatoriamente convertibles en acciones, fondos bursátiles, etc.

Cuando la BVC haya aceptado la solicitud de inscripción de los valores y el emisor haya pagado su tarifa de inscripción, le serán aplicables todas las obligaciones que imponen el Reglamento y Circular Única de la BVC, además de la normatividad vigente para los emisores y valores inscritos en sistemas de negociación.

Los emisores inscritos en la BVC deben mantener actualizada la información en el RNVE y publicarla en su página web.

# 3. VALORES NEGOCIABLES EN EL MERCADO DE VALORES

De acuerdo con la Ley 964, 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".

De acuerdo con lo anterior, los valores se caracterizan por los siguientes aspectos:

I) El valor se emite para captar recursos del público, o funcionar como lo que en otras jurisdicciones se conoce como instrumentos de inversión.

II) Son emitidos de forma serial o masiva. Lo anterior implica que:

a) La respectiva emisión se hace por un número plural de valores.

b) Cada uno de los valores tienen la misma naturaleza, es decir, cada uno de los valores son de un mismo tipo y tienen un mismo contenido económico.

c) Los valores tienen una misma ley de circulación, es decir, están sujetos a unas mismas reglas en cuanto a la forma de transferirse.

III) Los valores son instrumentos esencialmente negociables.

IV) 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 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 estableció que los valores no necesariamente son títulos valores, pero que, en todo caso, 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 de buena fe exenta de culpa.

La Ley 964 en su artículo segundo enuncia los instrumentos de inversión que tienen la calidad de valores:

I) Las acciones;

II) Los bonos;

III) Los papeles comerciales;

IV) Los certificados de depósitos de mercancías;

V) Cualquier título o derecho resultante de un proceso de titularización;

VI) Cualquier título representativo de capital de riesgo;

VII) Los certificados de depósito de a término;

VIII) Las aceptaciones bancarias;

IX) Las cédulas hipotecarias;

X) Cualquier título de deuda pública.

La Superintendencia Financiera ha conceptuado que la enunciación de valores que trae la Ley 964 (descrita arriba) no es una lista taxativa, es decir, no restringe el concepto de valor únicamente a los instrumentos listados ahí. Por el contrario, se considera como valor cualquier instrumento de inversión que cumpla con los siguientes requisitos, los cuales fueron explicados anteriormente:

a) debe ser un derecho de naturaleza negociable,

b) debe hacer parte de una emisión; y

c) tenga como propósito la captación de recursos del público;

Adicionalmente, en la medida en que el valor cumpla con esos requisitos, pero no se encuentre expresamente listado dentro de los arriba mencionados, es necesario que el Gobierno Nacional expida la regulación en la que se otorgue expresamente la calidad de valor. A manera de ejemplo, con la expedición del Decreto 2175 de 2007 (hoy sustituido por el Decreto 1242 de 2013 y contenido en el Decreto 2555 de 2010) sobre carteras colectivas (hoy, fondos de inversión colectiva), el Gobierno Nacional reconoció expresamente la calidad de valor a los derechos de participación que emiten este tipo de fondos dado que cumplían con las características distintivas acá mencionadas.

En el caso particular de los derechos fiduciarios (derechos que representan una participación en los activos que conforman un patrimonio autónomo), si bien en principio podrían cumplir con las características distintivas de un valor, éstos no sólo no se encuentran incluidos en la lista enunciativa de la Ley 964 sino que además no han sido objeto de reglamentación por parte del Gobierno Nacional en la que se les haya reconocido la calidad de valor, y por consiguiente, los mismos no pueden actualmente ser considerados como valores.

## 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 o ente jurídico cuyo capital se distribuye en acciones, o una participación proporcional en un patrimonio. Ejemplo de estos valores son las acciones o las participaciones en fondos de inversión colectiva.

#### 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 mercaderías 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. Ésta clasificación es equivalente a la clasificación entre valores de participación y de contenido crediticio, 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 legitimo 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. 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 6. PRINCIPALES VALORES QUE SE NEGOCIAN EN EL MERCADO DE VALORES

| 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 FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA | | 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

##### 3.2.1.1.1. BONOS

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.

A. 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 República. 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. En cambio, si la operación consiste en la compra de títulos de deuda pública, la operación se conoce como expansiva de la oferta monetaria.

B. 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 los TES clase B, los cuales pueden ser administrados directamente por la Nación o por el Banco de la República u otras entidades en virtud de contratos de administración fiduciaria, y no tienen garantía del Banco de la República.

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

### 3.2.1.1.1.1. 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. Si el término de redención es inferior a un (1) año, los valores se denominan papeles comerciales.

### 3.2.1.1.1.2. 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 de realizar análisis técnicos y financieros requeridos en el proceso.

IV) El agente colocador, entidad encargada, en su calidad de suscriptor profesional, de recibir y colocar los valores entre el público.

V) El depósito, entidad responsable de la custodia y administración de los valores constitutivos de la emisión.

VI) Agencias calificadoras, entidades encargadas de evaluar el riesgo crediticio del emisor y de los valores objeto de emisión.

VII) 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.

### 3.2.1.1.1.3. 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 del pago del capital e intereses 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, el Decreto 2555 de 2010 obliga a que existan las acciones en reserva necesarias por el emisor para la conversión de los bonos.

#### III) Bonos de riesgo

Estos instrumentos son emitidos por empresas sujetas a acuerdos de reestructuración empresarial, y representan la capitalización de pasivos de dichas empresas. El Decreto 2555 de 2010 establece que el prospecto de información debe indicar claramente que se tratan de bonos de riesgo y expresar las normas especiales que le sean aplicables, así como las correspondientes condiciones del acuerdo de reestructuración y si cuenta con una calificación de riesgo otorgada por una sociedad calificadora de valores autorizada por la Superintendencia Financiera.

Además, es obligatorio que las entidades emisoras de bonos de riesgo inscritos en el RNVE radiquen trimestralmente en la Superintendencia Financiera un informe sobre la evolución del acuerdo de reestructuración.

#### IV) Bonos sindicados

Los bonos sindicados son aquellos emitidos por varios emisores con sujeción a las siguientes condiciones:

**a)** 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.

**b)** Que se realice un acuerdo escrito entre los emisores sindicados en donde se establezcan las condiciones básicas de la emisión.

**c)** 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, el Decreto 2555 de 2010 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.

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 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.

que pueden hacerse efectivos, además de lo cual debe tener la misma ley de circulación del bono.

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.

### 3.2.1.1.1.4. 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 COP$1.197.000.000, en 2013). 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 para la oferta pública de bonos convertibles en acciones que las acciones estén inscritas en la BVC cuando se cumpla cualquiera de las siguientes condiciones:

a) Que los bonos vayan a ser colocados exclusivamente entre los accionistas del emisor.

b) 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.

c) 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:

a) Haber incumplido las obligaciones de una emisión anterior, salvo que se trate de emisores en proceso de reestructuración.

b) Haber colocado los bonos en condiciones distintas de las autorizadas.

c) Estar pendiente el plazo de suscripción de una emisión.

d) 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.

### 3.2.1.1.1.5. ASPECTOS TRIBUTARIOS

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, durante el término de duración de la inversión[3]. Para tales efectos, la tarifa del impuesto se determinará así:

a) Si se trata de una persona jurídica domiciliada en Colombia, la tarifa consolidada del impuesto sobre la renta y del impuesto sobre la renta para la equidad es del 33%

b) Si se trata de una persona jurídica extranjera o una persona natural no residente, la tarifa del impuesto sobre la renta es normalmente del 33%. Sin embargo, si ese inversionista extranjero sólo recibe como ingresos de fuente colombiana los intereses derivados de los bonos, el impuesto de renta en Colombia se paga a través de las retenciones en la fuente que le son practicadas al inversionista por el emisor o el administrador de la cuenta administrada si la inversión es calificada como de portafolio. Así las cosas, el impuesto definitivo del inversionista está determinado por los montos retenidos aplicando las tarifas que se señalan más adelante.

c) Si se trata de una persona natural residente, la tarifa es la que corresponda según la tabla del impuesto de renta aplicable, en rangos que varían entre 0% al 33% dependiendo del nivel de ingresos.

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

a) 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 7%.

b) Si se trata un inversionista extranjero no residente la tarifa de retención en la fuente es del 33% según se explica a continuación (a menos que el inversionista esté domiciliado en una jurisdicción con la cual Colombia haya celebrado un convenio para evitar la doble imposición - CDI).

La Ley 1430 de 2010 y 1607 de 2012 establecieron importantes modificaciones en relación con la tarifa de la retención en la fuente aplicable sobre intereses pagados a extranjeros no residentes, así:

- Los pagos o abonos en cuenta por concepto de rendimientos financieros, realizados a personas no residentes o no domiciliadas en el país, originados en créditos obtenidos en el exterior por el término igual o superior a un (1) año están sujetos a retención en la fuente a la tarifa del 14% sobre el valor del pago o abono en cuenta.

- Por su parte, tendrán una tarifa de retención en la fuente del 33% los pagos o abonos en cuenta por concepto de intereses sobre los créditos obtenidos en el exterior por las empresas establecidas en Colombia y cuya duración sea inferior a un año.

- Ahora bien, si la inversión es calificada como inversión extranjera, de portafolio, el emisor no deberá practicar la retención en la fuente sobre los pagos a los administradores de las cuentas administradas a través de las cuales se realiza la inversión. El administrador de la cuenta deberá practicar una retención en la fuente del 14% sobre el pago o abono en cuenta al inversionista extranjero de acuerdo con las reglas del artículo 18-1 del Estatuto Tributario. Si el inversionista está domiciliado en un paraíso fiscal, la tarifa de retención en la fuente aplicable será del 25%.

Sin perjuicio de lo anterior, los intereses originados en contratos suscritos antes del 31 de diciembre de 2010, a los que haya sido aplicable el numeral 5 del literal a) del artículo 25 del Estatuto Tributario, no se consideran rentas de fuente nacional, por lo que los pagos o abonos en cuenta por estos conceptos no están sujetos a retención en la fuente. La norma mencionada establecía que no se consideraban rentas de fuente nacional las originadas en créditos obtenidos en el exterior, por empresas nacionales o extranjeras cuyas actividades se consideraran de interés para el desarrollo económico y social del país. En consecuencia, las inversiones en bonos realizadas con anterioridad al 31 de diciembre de 2010 podrían estar sujetas a este beneficio, en la medida en que las actividades de los entes receptores de la inversión hubieran sido catalogadas como de interés para el desarrollo económico y social del país (de conformidad con las políticas del CONPES).

Por otro lado, los bonos deben ser declarados como parte del patrimonio de los inversionistas que ostenten la calidad de tenedores de los bonos, por su costo de adquisición más los descuentos o rendimientos causados y no cobrados hasta el último día del periodo gravable.

Cuando estos valores se coticen en bolsa, la base para determinar el valor patrimonial y el rendimiento causado será el promedio de transacciones en bolsa del último mes del periodo gravable.

Cuando no se coticen en bolsa, el rendimiento causado será el que corresponda al tiempo de posesión del título, dentro del respectivo ejercicio, en proporción al total de rendimientos generados por el respectivo valor, desde su emisión hasta su redención. Sin perjuicio de lo anterior, nótese que la base sobre la cual se aplica la retención en la fuente se ajusta de conformidad con la naturaleza del título de renta fija (por ejemplo, con rendimientos anticipados, con descuentos o con rendimientos vencidos).

[3]Existen algunos casos excepcionales que deben ser analizados caso por caso. A título de ejemplo, los intereses pagados sobre bonos emitidos por entidades financieras no se consideran como intereses de fuente nacional y, por ende, los inversionistas extranjeros (i.e., personas jurídicas extranjeras y personas naturales) no están sujetos a impuesto de renta sobre esos intereses (i.e., no hay obligación de practicarles retención en la fuente).

[4]Con ocasión de la expedición de la Ley 1607 se reduce la tarifa del impuesto sobre la renta al 25%. Asimismo, se crea el impuesto de renta para la equidad (CREE) cuya tarifa es del 8% (salvo para los años 2013, 2014 y 2015 en los cuales la tarifa es del 9%).

[5]Nótese que los inversionistas extranjeros que realicen inversiones de portafolio en Colombia están sujetos a las reglas establecidas en el artículo 18-1 del Estatuto Tributario. Es recomendable realizar un análisis detallado de este artículo dependiendo de la situación específica del inversionista.

Para los contribuyentes obligados a utilizar sistemas especiales de valoración de inversiones, de acuerdo con las disposiciones expedidas al respecto por las entidades de control, el valor patrimonial será el que resulte de la aplicación de tales mecanismos de valoración.

En el evento de enajenación del bono, la diferencia positiva entre el costo fiscal según lo señalado por el artículo 271 del Estatuto Tributario y el precio de venta será considerada como un ingreso gravable para el enajenante sujeto al impuesto sobre la renta, siempre que el enajenante sea considerado como un contribuyente del impuesto sobre la renta. Ahora bien, ese ingreso gravable estará sujeto al impuesto sobre la renta en Colombia en el caso de las personas jurídicas colombianas y las personas naturales residentes sin importar donde es transado el bono. Por su parte, ese ingreso gravable estará sujeto a impuesto de renta en Colombia en el caso de las personas jurídicas extranjeras y las personas naturales no residentes a menos que se trate de un bono emitido por un emisor colombiano que sea transado en el exterior.

### II) Impuestos sobre las ventas

Los intereses que generen los bonos no se encuentran sujetos al IVA. Asimismo, el porcentaje correspondiente a capital no genera 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) Gravamen a los movimientos financieros (GMF)

Con relación al GMF, es importante señalar que la Ley 1430 de 2010 adicionó como hecho generador del GMF, los siguientes:

Los desembolsos de créditos y los pagos derivados de operaciones de compensación y liquidación de valores; operaciones de reporto, simultáneas y trasferencia temporal de valores; operaciones de derivados, divisas o en las bolsas de productos agropecuarios u otros *commodities,* incluidas las garantías entregadas por cuenta de participantes realizados a través de sistemas de compensación y liquidación cuyo importe se destine a realizar desembolsos o pagos a terceros, mandatarios o diputados para el cobro y/o el pago a cualquier título por cuenta de los clientes de las entidades vigiladas por la Superintendencias Financiera o Economía Solidaria según el caso, por conceptos tales como nómina, servicios, proveedores, adquisición de bienes o cualquier cumplimiento de obligaciones.

Igualmente, estableció una serie de limitaciones en la aplicación de las exenciones. En especial, con relación al numeral 5 y 7 del artículo 879 del Estatuto Tributario estableció lo siguiente:

a) En relación con el numeral 5, determinó que las operaciones de pago a terceros por cuenta del comitente, fideicomitente o mandante por conceptos tales como nómina, servicios, proveedores, adquisición de bienes o cualquier cumplimiento de obligaciones fuera del mercado de valores, se encuentran sujetas al GMF, así se originen en operaciones de compensación y liquidación de valores u operaciones simultáneas o transferencia temporal de valores.

b) Por otro lado, con relación a la exención del numeral 7 estableció que las operaciones de pago a terceros por conceptos tales como nómina, servicios, proveedores, adquisición de bienes o cualquier cumplimiento de obligaciones se encuentran sujetas al GMF.

## 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. Asimismo, 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.

Adicionalmente, el emisor sólo podrá deducir los intereses generados con ocasión de deudas, cuyo monto total promedio durante el correspondiente año gravable no exceda el resultado de multiplicar por tres (3) el patrimonio líquido del emisor determinado a 31 de diciembre del año gravable inmediatamente anterior.[6]

### II) Impuesto sobre las ventas

Respecto al Impuesto sobre las ventas aplican los mismos aspectos que se expusieron respecto a dichos impuestos para el caso de los inversionistas.

### v) Impuesto de industria y comercio

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

## 3.2.1.1.2. 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.

Los papeles comerciales 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 (COP$1.179.000.000 al 2013).

**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 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.

**V)** 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.

**VI)** 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 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.

[6] Existen algunas excepciones a esta regla que deberán ser analizadas caso por caso.

#### 3.2.1.1.3. 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, no puede ser inferior a un mes.

#### 3.2.1.1.4. 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.

Solamente los bancos comerciales, las corporaciones financieras y las compañías de financiamiento 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, 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 pueden aceptar letras de cambio siempre y cuando tales letras estén originadas únicamente en transacciones de compraventa de bienes al interior del país, salvo las excepciones establecidas en la regulación aplicable.

### 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 de participación representativos de fondos de inversión colectiva.

#### 3.2.2.1. ACCIONES

Esta sección se refiere a (I) las características de las acciones, (II) los requisitos para la emisión y oferta pública de acciones, (iii) quórum y mayorías de emisores inscritos en la BVC, (IV) el derecho de preferencia en la suscripción y negociación de acciones, (V) aspectos generales sobre la transferencia de acciones y (VI) los aspectos tributarios de las acciones.

#### 3.2.2.1.1. CARACTERÍSTICAS DE LAS ACCIONES Y 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 suscripción, 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 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:

a) 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.

b) El de participar y votar en las deliberaciones de la asamblea general de accionistas.

### Los derechos económicos comprenden:

a) El de negociar libremente las acciones

b) El de recibir una parte proporcional de los beneficios sociales establecidos por los estados financieros.

c) El de recibir una parte proporcional de los activos sociales al momento de la liquidación y una vez pagado el pasivo externo del emisor.

**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:

a) Cuando se trate de aprobar modificaciones que puedan desmejorar las condiciones o derechos fijados para dichas acciones, caso en el cual se requerirá 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.

b) 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 aplicará la misma mayoría anteriormente señalada.

c) 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 se 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.

II) 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 7. 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)* |

*Derechos aplicables alternativamente, dependiendo de lo que se pacte en cada caso particular.

### 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:

a) 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.

b) 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; (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 prevea 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 establece que estas reglas no 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 - RNVE

Los emisores de valores que tengan la intención de ofrecer públicamente sus acciones, deben inscribirse en el RNVE, presentando a la Superintendencia Financiera la información que se describe en el capítulo sobre el SIMEV.

### III) Inscripción en la BVC

Una vez registrado el emisor en el RNVE, 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 o mayorías deliberatorias (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 distribución de utilidades, que requiere el voto favorable de por lo menos el **78%** del capital social.

II) La emisión y colocación de acciones sin sujeción al derecho de preferencia, que requiere el voto favorable de por lo menos el **70%** de las acciones presentes en la reunión.

III) El pago de dividendos en forma de acciones liberadas del emisor, que requiere el voto favorable del **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 el número de acciones 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. PERIODO EX DIVIDENDO

Por regla general, los dividendos exigibles[7] hasta el día de la celebración de la operación pertenecen al vendedor y los dividendos pendientes[8] a la fecha de la celebración de la operación pertenecen al comprador, salvo en este último caso, que la operación se haya realizado dentro del período ex dividendo.

No obstante lo anterior, la transferencia de acciones puede sujetarse a un período ex dividendo durante el cual se entiende que una operación de compraventa de acciones no comprende el derecho a percibir los dividendos pendientes de pago.

De tal manera que durante el periodo ex dividendo, en caso que se llegue a realizar una operación de compraventa de acciones, el derecho a recibir los dividendos continúa en cabeza del vendedor de las acciones, mientras que si la operación es realizada por fuera al periodo ex dividendo, el pago de los dividendos corresponden al comprador de las acciones.

El período ex dividendo cumple principalmente con el objetivo de actualizar la información sobre los nuevos titulares que tienen derecho a recibir dichos dividendos, en virtud de las operaciones realizadas; y comprende el período entre el primer día hábil de pago de dividendos de las respectivas acciones y los cuatro (4) días hábiles bursátiles inmediatamente anteriores a tal fecha.

Excepcionalmente el periodo ex dividendo será menor cuando la Asamblea de Accionistas de la sociedad emisora ordene pagar los dividendos a los cuatro (4) días hábiles bursátiles siguientes a la fecha de causación de los mismos. En este evento, el período ex dividendo será calculado entre el día hábil siguiente a la fecha en que los dividendos fueron ordenados de ser pagados y el primer día hábil de pago de los mismos. Es decir, se entiende que una operación sobre acciones se realizó en periodo ex dividendo, cuando la misma se celebre entre el primer día hábil de pago de dividendos de las respectivas acciones y los tres (3) días hábiles bursátiles inmediatamente anteriores a tal fecha.

[7] Los dividendos exigibles son los que el accionista puede exigir inmediatamente su pago.
[8] Los dividendos pendientes con aquellos que ya se han causado y se podrían cobrar, pero su pago se encuentra en plazo suspensivo por disposición de la asamblea de accionistas de la respectiva sociedad.

### 3.2.2.1.6. ASPECTOS TRIBUTARIOS

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

#### I) Impuesto de renta

##### - Dividendos

De conformidad con los artículos 48 y 49 del Estatuto Tributario, los dividendos que perciban los accionistas de una sociedad colombiana se consideran como ingresos no constitutivos de renta ni ganancia ocasional en Colombia (no gravados para el accionista), en la medida en que las utilidades que los originaron hayan estado gravadas en cabeza de la sociedad.

Para tal efecto, se deberá tomar la renta líquida y ganancia ocasional gravable del respectivo año y restarle el impuesto sobre la renta y ganancia ocasional liquidado por el mismo año[9]. El valor que resulte de la operación anterior, será el monto máximo que puede ser distribuido como ingreso no constitutivo de renta para el accionista nacional o extranjero.

Así las cosas, si la utilidad comercial distribuible resultó ser superior a la renta fiscal gravable, la sociedad. En este caso, la sociedad que decreta los dividendos deberá practicar retención en la fuente. La retención se hará de la siguiente manera:

- 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 33% % (a menos que sea aplicable un CDI[10] ). Si se trata de una persona natural colombiana o de un inversionista extranjero residente, declarante del impuesto sobre la renta la tarifa de retención es del 20%.

- Si se trata de una persona natural colombiana no declarante del impuesto sobre la renta, la retención será del 33%

- Si se trata de una inversión de portafolio del exterior, la tarifa de retención en la fuente será del 25% (a menos que sea aplicable un CDI[11] ).

De acuerdo con el artículo 272 del Estatuto Tributario las acciones y derechos sociales en cualquier clase de sociedades o entidades deben ser declarados por su costo fiscal, (ajustado por inflación) cuando haya lugar a ello.

Para los contribuyentes obligados a utilizar sistemas especiales de valoración de inversiones, de acuerdo con las disposiciones expedidas al respecto por las entidades de control, el valor patrimonial será el que resulte de la aplicación de tales mecanismos de valoración (este mismo valor constituirá la base para aplicar los ajustes por inflación).

### II) Ganancias de capital.

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: (a) dichas acciones corresponden a un mismo beneficiario real y (b) siempre que dichas acciones no superan el diez por ciento (10%) de las acciones en circulación del emisor durante un mismo año gravable.

Si se trata de acciones inscritas en la BVC y no se cumple con los requisitos antes mencionados o se trata de acciones que no están inscritas en la BVC, la ganancia de capital estará gravada de la siguiente manera:

#### - Si se trata de una persona jurídica extranjera o una persona natural no residente:

La tarifa del impuesto sobre la renta será del 33% a menos que las acciones se constituyan como activo fijo para el vendedor y las mismas se hayan mantenido por más de 2 años en el patrimonio de este último, en cuyo caso la tarifa será del 10%. El inversionista extranjero tendrá que presentar una declaración de renta en Colombia (normalmente dentro del mes siguiente a la venta) salvo que se trate de una inversión de portafolio, en cuyo caso la declaración deberá ser presentada anualmente por el administrador de la cuenta administrada.

[9] Decreto 4980 de 2007. Es importante observar las modificaciones que introdujo la Ley 1607 de 2012 al artículo 49 del Estatuto Tributario en relación con la fórmula que debe aplicarse para efectos de determinar el monto máximo susceptible de ser distribuido como no gravable en cabeza del accionista.

[10] Convenio de Doble Imposición.

[11] Ibídem.

#### - Si se trata de una persona jurídica colombiana:

La tarifa del impuesto sobre la renta será del 33% a menos que las acciones se constituyan como activo fijo para el vendedor y las mismas se hayan mantenido por más de 2 años en el patrimonio de este último, en cuyo caso la tarifa será del 10%.

#### - Si se trata de una persona natural residente:

La tarifa del impuesto sobre la renta estará entre el 0% y el 33% a menos que las acciones se constituyan como activo fijo para el vendedor y las mismas se hayan mantenido por más de 2 años en el patrimonio de este último, en cuyo caso la tarifa será del 10%.

### III) Impuesto sobre las ventas.

El pago de dividendos así como la venta de acciones no se encuentra sujeto al impuesto sobre las ventas.

### IV) Impuesto de Industria y Comercio.

Los dividendos pueden estar sometidos al impuesto de industria y comercio siempre y cuando el tenedor se dedique dentro del giro ordinario de sus negocios a invertir en el mercado de valores.

## 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 los valores que pueden ser emitidos en desarrollo de procesos de titularización; aspectos generales de la titularización, tipos de 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 persona o 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.

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 cualquier 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.

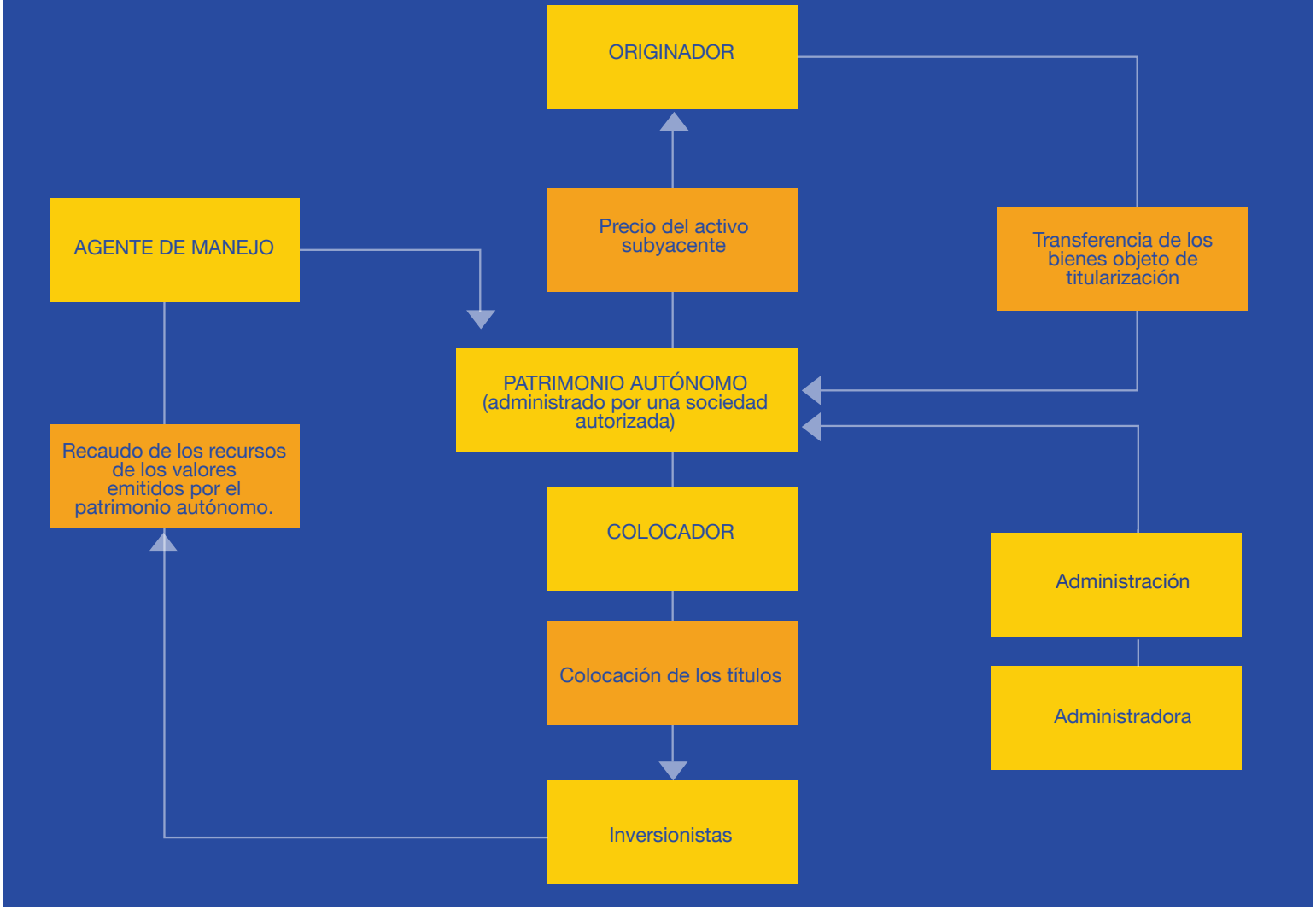
IV) Patrimonio autónomo.

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) Agente Colocador.

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.

GRÁFICA 9. 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 o pérdidas 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 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 del fondo de inversión 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 RNVE, 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:

Consiste en la transferencia de un activo inmobiliario 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 mixto.

#### A. Titularización de un inmueble.

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 objeto de titularización debe estar libre de gravámenes, condiciones resolutorias o limitaciones al dominio distintas de las derivadas del régimen de propiedad horizontal y debe permanecer asegurado contra riesgos de incendio y terremoto durante la vigencia del contrato de fiducia mercantil.

III) Tratándose de esquemas en los cuales el flujo de caja constituya 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 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 objeto de la titularización. 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.

a) 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 (COP$35.370.000 en 2013). Las inversiones realizadas por fondos de inversión colectiva inmobiliarios (las cuales se explican en el capítulo sobre fondos de inversión colectiva) o por inversionistas institucionales autorizados para este fin, están exentos de este límite.

b) 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.

c) Debe existir un estudio técnico-económico detallado que concluya razonablemente la viabilidad financiera del proyecto.

d) 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.

e) El costo de los diseños, estudios técnicos y de factibilidad económica, programación de obras y presupuestos o de los estudios que sean equivalentes se valorarán hasta por el 20% del presupuesto total del proyecto.

II) Avalúos

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

b) 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

a) La sociedad constructora debe acreditar trayectoria superior a cinco (5) años en el sector de la construcción y experiencia en obras similares.

b) 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

a) El constructor debe constituir pólizas de cumplimiento y de manejo del anticipo.

b) El contrato de fiducia mercantil que da origen al proceso de titularización debe incluir cláusulas de condición resolutoria 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.

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 titularización de cartera hipotecaria y los bonos hipotecarios.

Finalmente, teniendo en cuenta lo dispuesto en la Ley 1430 de 2010 en relación con el Gravamen a los Movimientos Financieros (GMF), es importante recordar que ésta restringió los numerales 5 y 7 del artículo 879 del Estatuto Tributario. En consecuencia, los procesos de titularización mediante los cuales se pretenda dar cumplimiento a obligaciones contraídas por terceros, pueden dar origen a la causación de dicho gravamen.

## 3.2.4. DERECHOS DE PARTICIPACIÓN DE FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA

Los fondos de inversión colectiva son vehículos de inversión integrados por el aporte de un número plural de personas y administrados por una sociedad administradora, que puede o no, designar también a un gestor. Su definición, tipos, estructura y régimen de inversión serán tratados en el capítulo respectivo para fondos de inversión colectiva.

Sobre este punto, es importante resaltar que la participación de un inversionista en un fondo de inversión colectiva está representada en valores denominados de derechos de participación o unidades de participación. Los derechos de participación otorgan la calidad de inversionista en el respectivo fondo de inversión colectiva.

Los derechos de participación son entregados una vez el inversionista haya efectuado el aporte de los activos de acuerdo con las políticas del respectivo fondo para poder suscribir participaciones.

Los derechos de participación no tendrán la calidad de valores cuando correspondan a la participación en un fondo de inversión colectiva abierto. Por el contrario, tendrán la calidad de valores, si corresponden a la participación en un fondo de inversión colectiva cerrado.

Los derechos de participación de los fondos de inversión colectiva cerrados pueden o no estar inscritos en el RNVE, de acuerdo con lo establecido en el respectivo reglamento del fondo de inversión colectiva. Sin embargo, en el evento en que los derechos de participación del fondo pretendan ser negociados en la BVC, deberán ser inscritos en el RNVE.

### 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, 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. SISTEMA INTEGRAL DE INFORMACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

El Sistema Integral de Información al Mercado de Valores (SIMEV), creado por la Ley 964 y reglamentado por el Decreto 2555 de 2010, consiste en el conjunto de recursos humanos, técnicos y de gestión 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.

### 4.1. COMPOSICIÓN DEL SIMEV

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 - RNAMV, 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 - RNPMV, el cual tiene por objeto la inscripción de 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 gerencien o administren fondos de inversión colectiva, las personas naturales que ejerzan funciones relacionadas con las operaciones que se realizan en las mesas de dinero, 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.

## 4.2. REGISTRO NACIONAL DE VALORES Y EMISORES.-RNVE

### 4.2.1. ASPECTOS GENERALES RELACIONADOS CON LA INSCRIPCIÓN EN EL RNVE

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 de ofrecer públicamente los valores inscritos:

**TABLA 8. 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 RNVE, así como autorizada la oferta pública, los valores que cumplan con las siguientes características:

a) Valores emitidos, avalados o garantizados por la Nación y el Banco de la República. Para este fin, se debe enviar al RNVE 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.

b) 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 RNVE la información prevista para la inscripción ordinaria de emisores en el Decreto 2555 de 2010.

c) Valores emitidos por fondos de inversión colectiva cerrados cuyo contrato de suscripción de derechos o reglamento haya sido autorizado previamente por la Superintendencia Financiera.

d) 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 RNVE los documentos generales de inscripción para emisores previstos en el Decreto 2555 de 2010.

### 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 insolvencia que sean propietarias de acciones o bonos convertibles en acciones que no se hallen inscritos en el RNVE, 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 RNVE 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, con excepción de las 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.

## 4.2.2. 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, y (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:

a) 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.

b) En el evento en que las emisiones estén avaladas o garantizadas por una entidad que no sea emisor inscrito en el RNVE, el emisor debe enviar a la Superintendencia Financiera la información del avalista o garante.

c) Los estados financieros de períodos intermedios, los cuales deben elaborarse en intervalos mínimos de tres meses, así como la demás información que para tal propósito establezca dicha entidad.

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.

d) Las entidades emisoras de bonos de riesgo inscritos en el RNVE 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 del emisor, sus negocios, los valores registrados y/o la oferta al mercado de dichos valores.

En general, se considera información relevante "aquélla información que habría sido tenida 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 laboral, situaciones de crisis empresarial, emisiones de valores y titularizaciones, que, según el Decreto 2555 de 2010 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 RNVE, cada uno de los emisores tiene 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:

a) El hecho detallado respecto del cual se solicita la no publicación.

b) Las razones por las cuales se solicita la no publicación.

c) Las personas que conocen la información que se solicita no divulgar.

d) El plazo durante el cual se solicita la no publicación de la información.

e) 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.

## 4.2.3. CANCELACIÓN DEL REGISTRO NACIONAL DE VALORES Y EMISORES

Existen dos maneras por medio de las cuales podrá darse la cancelación del registro de un emisor en el RNVE y de los valores que éste tenga inscritos.

### A. CANCELACIÓN VOLUNTARIA

Para que el emisor pueda cancelar voluntariamente su registro y el de sus valores en el RNVE, deberá cancelar previamente su inscripción en los sistemas de negociación en los cuales sus valores se encuentren inscritos.

Lo anterior se justifica en el sentido de que si el emisor procede a realizar la cancelación mientras que los valores siguen en circulación, los tenedores de los valores afectados se verían perjudicados por la pérdida de liquidez que sufre un valor al perder su posibilidad de ser negociado a través de la BVC.

Los emisores que tengan sus acciones inscritas en la BVC pueden cancelar el registro en el RNVE por decisión de la asamblea general de accionistas, tomada por la mayoría de los votos presentes en la respectiva reunión.

Como consecuencia de la celebración de la asamblea de accionistas, los accionistas que votaron a favor de la cancelación del registro en la BVC deben promover una oferta pública de adquisición (OPA) sobre las acciones y los bonos convertibles en acciones de propiedad de los accionistas que votaron en contra de la cancelación del registro en bolsa de valores.

El procedimiento para realizar dicha oferta pública de adquisición (OPA) por parte de los accionistas que votaron a favor de la cancelación del registro en bolsa de valores será explicado en forma detallada en el capítulo sobre ofertas públicas de adquisición (OPA).

En caso de que se desee cancelar la inscripción en el RNVE, pero sus acciones no se encuentren listadas en la BVC, se puede obtener dicha cancelación mediante solicitud dirigida a la Superintendencia Financiera, sin necesidad de proceder a realizar ninguna oferta pública de adquisición.

La cancelación de la inscripción en el RNVE y/o en la BVC de valores diferentes de acciones, no podrá llevarse a cabo hasta tanto éstos hayan sido redimidos.

Adicionalmente, los emisores pueden también solicitar la cancelación de sus valores, cuando no se trate acciones, inscritos en el RNVE por la inactividad de los tenedores en el ejercicio de sus derechos, es decir, cuando por ejemplo, una vez vencido el término de maduración, los inversionistas no solicitan la redención del capital y los intereses a los que tienen derecho.

Para ello, transcurridos dos meses calendario contados desde la fecha del vencimiento de la emisión, la sociedad deberá manifestar su voluntad de cancelar el registro de los respectivos valores mediante dos avisos publicados en dos diarios de circulación nacional y si los tenedores no comparecen a hacer efectivo el derecho contenido en el valor, el emisor procederá a realizar el pago por consignación.

El pago por consignación de valores consiste en la constitución de un patrimonio autónomo mediante fiducia mercantil irrevocable, cuyos beneficiarios serán los tenedores de los referidos valores. Una vez efectuado este procedimiento se procederá a solicitar a la Superintendencia Financiera la cancelación en el registro de los valores.

### B. CANCELACIÓN OFICIOSA

La cancelación oficiosa del registro de un emisor en el RNVE podrá otorgarse a título de sanción por parte de la Superintendencia Financiera, en virtud del literal f) del artículo 53 de la Ley 964. A este tipo de cancelación oficiosa se hará la referencia en la parte acerca del régimen de infracciones y sanciones.

A su vez, la cancelación oficiosa de la inscripción en el I RNVE podrá darse por la inacción o pasividad del emisor en realizar oferta pública de los valores objeto de una emisión que haya sido inscrita.

Cualquiera de las causales de cancelación oficiosa, salvo cuando se haya impuesto a título de sanción, se podrá enervar por la realización de una oferta pública en el mercado primario o cuando al menos un accionista realice una oferta pública en el mercado secundario.

Cuando se haya efectuado la cancelación oficiosa del RNVE, solo podrá volverse a solicitar su inscripción luego de dos años, salvo que se solicite para efectos de adelantar una oferta pública de acciones en el mercado primario o secundario.

## 4.3. REGISTRO NACIONAL DE AGENTES DEL MERCADO DE VALORES - RNAMV

Tienen la obligación de inscribirse en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores - RNAMV 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 RNAMV:

## TABLA 9. 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, contralores 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 |

## 4.4. REGISTRO NACIONAL DE PROFESIONALES DEL MERCADO DE VALORES - RNPMV.

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.

### 4.4.1. PERSONAS OBLIGADAS A INSCRIBIRSE

Las siguientes personas están obligadas la inscribirse en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado:

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 fondos de inversión colectiva reguladas por el Decreto 2555 de 2010, así como fondos mutuos de inversión.

IV) Las personas naturales que promuevan o promocionen la realización de operaciones de intermediación en el mercado de valores.

V) Las personas naturales que al interior de comisionistas de bolsa estructuren, dirijan y ejecuten 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 promocionen los servicios de registro que ofrecen los miembros de las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*.

### 4.4.2. INFORMACIÓN DEL REGISTRO NACIONAL DE PROFESIONALES DEL MERCADO DE VALORES

La entidad a la cual se encuentre vinculado el profesional tiene la obligación de suministrar al RNPMV 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 RNPMV 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.

### 4.4.3. CERTIFICACIÓN DE LOS PROFESIONALES INSCRITOS EN EL REGISTRO NACIONAL DE PROFESIONALES DEL MERCADO DE VALORES

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 RNPMV, lo cual exige presentación de los profesionales por la persona a la cual se encuentren vinculados.

La certificación no supone la inscripción en el RNPMV, 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 RNPMV, 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.

# CAPÍTULO #2
# INTERVINIENTES EN EL MERCADO DE VALORES

Los intervinientes en el mercado de valores comprenden fundamentalmente los emisores de valores, los intermediarios 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.

# 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 fondos de inversión colectiva cerrados.

## 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 y decisorias, y el emisor correspondiente queda sujeto a las reglas explicadas en el capítulo sobre acciones.

## 1.2 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 RNVE, 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 requiere 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

a) La emisión y colocación de valores de deuda pública externa de entidades descentralizadas del orden nacional requiere autorización para iniciar gestiones impartida 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.

b) 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 mencionada autorización puede otorgarse una vez se cuente con concepto favorable del Departamento Nacional de Planeación.

### III) Entidades territoriales y sus descentralizadas

a) 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.

b) 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.

## 1.3 LOS GOBIERNOS EXTRANJEROS Y LAS ENTIDADES PÚBLICAS EXTRANJERAS

Los gobiernos extranjeros y las entidades públicas extranjeras son entidades sujetas a un régimen de derecho público en el extranjero como consecuencia del ejercicio de funciones públicas. Estas entidades pueden ofrecer públicamente valores en el mercado colombiano con sujeción a las siguientes condiciones, previstas en el Decreto 2555 de 2010:

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 deben poderse 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, debe suministrarse la norma que de forma positiva o negativa 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 calificadora sometida a la inspección y vigilancia de dicha entidad.

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.

VII) Los valores de contenido crediticio deben inscribirse en una bolsa de valores colombiana.

## 1.4 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 el Decreto 2555 de 2010, 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 la información de fin de ejercicio y de períodos intermedios vigentes para emisores de valores.

Los organismos multilaterales de crédito no están sometidos al régimen general de información relevante o eventual previsto en el Decreto 2555 de 2010.

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 que haya colocado en Colombia.

## 1.5 ENTIDADES EXTRANJERAS Y SUCURSALES DE ENTIDADES EXTRANJERAS

El Decreto 2555 de 2010 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.
El cumplimiento del anterior requisito puede sustituirse acreditando todos los siguientes requisitos:

a) Que la entidad extranjera se encuentre domiciliada en una jurisdicción aceptable, a juicio de la Superintendencia Financiera.

b) Que la matriz, filial o subsidiaria de la entidad extranjera cuente con domicilio en Colombia, desarrolle actividades económicas en el país y tenga valores inscritos en el RNVE.

Para todos los efectos, tanto la entidad extranjera como su matriz, filial o subsidiaria con domicilio en Colombia son responsables solidariamente del cumplimiento de los deberes legales y reglamentarios exigibles a la primera, derivados de su condición de emisor de valores en el mercado local.

c) Que la entidad domiciliada en Colombia cuente con un poder irrevocable otorgado por la entidad extranjera para que la represente en las actuaciones administrativas o judiciales que se deriven de la condición de emisor de valores en el mercado local.

d) Copia del acta o del documento en el que se manifieste el sometimiento de la entidad extranjera a la legislación y competencia de las autoridades administrativas y judiciales colombianas, en lo que tiene que ver con el cumplimiento de todas las obligaciones legales y reglamentarias que se deriven de su condición de emisor de valores en el mercado local.

Tal manifestación debe adoptarse por parte de la asamblea general de accionistas o del órgano que sea competente para tal efecto en la jurisdicción de la entidad extranjera.

e) Copia del acta o del documento en el que el órgano competente de la entidad domiciliada en Colombia manifieste su voluntad de responder solidariamente por todas las obligaciones legales y reglamentarias de la entidad extranjera, derivadas de la condición de emisor de valores de ésta en el mercado local.

f) Un documento suscrito por todos los representantes legales y miembros de la junta directiva o del órgano que haga sus veces de la entidad extranjera, en la cual manifiesten, su sometimiento a la legislación y a la competencia de las autoridades administrativas y judiciales colombianas, en lo que tiene que ver con el cumplimiento de las obligaciones legales y reglamentarias derivadas de la condición de emisor de valores en el mercado local.

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 debidamente 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:

a) 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.

b) 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 judicial o extrajudicialmente contra la entidad extranjera.

c) 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 RNVE 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 el Decreto 2555 de 2010, para todos los emisores, y con los deberes de información periódica previstos para las entidades extranjeras.

## 1.6 LAS UNIVERSALIDADES A LAS QUE SE REFIERE LA LEY 546 DE 1999

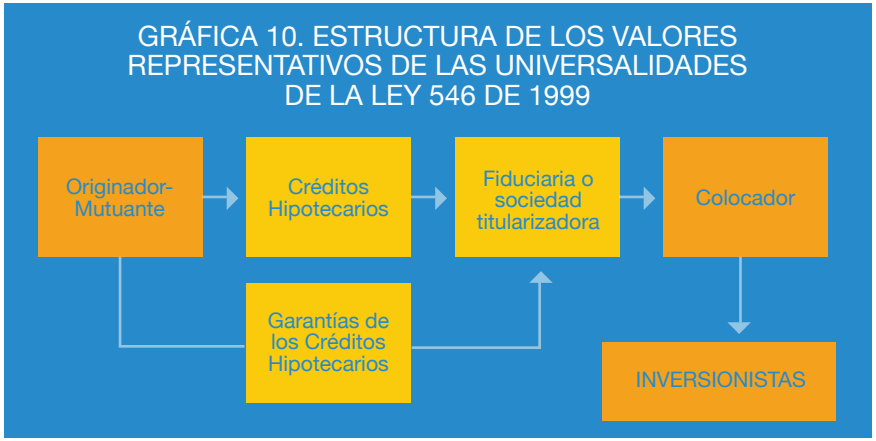
Ley 546 de 1999 autorizó a los establecimientos de crédito y las entidades mencionadas en el parágrafo del artículo 1º de dicha ley (las entidades del sector solidario, las asociaciones mutuales de ahorro y crédito, los fondos de empleados y el Fondo Nacional del Ahorro) para que emitan valores representativos 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 10. ESTRUCTURA DE LOS VALORES REPRESENTATIVOS DE LAS UNIVERSALIDADES DE LA LEY 546 DE 1999




## 1.7 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 los fondos de inversión colectiva cerrados.

### 1.7.1 SOCIEDADES DE RESPONSABILIDAD LIMITADA

Las sociedades de responsabilidad limitada son aquellas en las cuales los socios únicamente son responsables por las obligaciones sociales hasta el monto de sus aportes y en donde el capital social se encuentra distribuido en cuotas de igual valor, las cuales no tienen la calidad de títulos negociables y, por lo tanto, son objeto de transferencia a través de cesión.

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.

### 1.7.2 ENTIDADES COOPERATIVAS

Las entidades cooperativas son definidas por la Ley 79 de 1988, según el 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.

#### II) Multiactivas:

Son cooperativas multiactivas las que se organizan para atender necesidades diversas mediante 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 (y, más aún, no son entes societarios), no es viable que dichas entidades emitan valores de participación sobre su capital, pero sí valores de deuda.

### 1.7.3 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 sobre el mismo.

### 1.7.4 LOS PATRIMONIOS AUTÓNOMOS FIDUCIARIOS

El Decreto 2555 de 2010 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).

Este mismo Decreto, se establece el régimen aplicable a los fondos de inversión colectiva, estableciendo los tipos de títulos que están autorizados para emitir, los cuales dependen de la clase de fondo de que se trate (abierto o cerrado).

Este tema se desarrolla especialmente a continuación, en el capítulo sobre fondos de inversión colectiva.

## 2. FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA

Los fondos de inversión colectiva son vehículos de inversión, integrados por el aporte de un número plural de personas y administrados por una sociedad administradora, que puede o no, designar también a un gestor.

En esta sección se describen los tipos de fondos de inversión colectiva, los órganos que lo componen y su régimen de inversión.

## 2.1 TIPOS DE FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA

Los fondos de inversión colectiva pueden ser de dos categorías generales, es decir, pueden ser fondos abiertos o cerrados, dependiendo de la posibilidad que tengan los inversionistas para retirar su inversión del respectivo fondo en un momento determinado. Adicionalmente, existen cinco tipos especiales que tienen sus categorías propias.

### 2.1.1 FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA ABIERTO

Los fondos de inversión colectiva abiertos son aquellos en los cuales los inversionistas pueden solicitarle a la sociedad administradora que redima su participación en el fondo en cualquier momento.

En el reglamento del fondo se puede disponer un plazo de permanencia mínima de los inversionistas en el fondo, siempre que el inversionista tenga la oportunidad de solicitar anticipadamente la redención de su participación, pero quede obligado al pago de una penalidad por solicitar dicha redención anticipada. En tal caso, el fondo es considerado como un fondo de inversión colectiva abierto con pacto de permanencia.

Los derechos de participación de los fondos de inversión colectiva abiertos no tienen el carácter ni las prerrogativas de los títulos valores ni se consideran valores. Por lo tanto, los derechos de participación de los fondos de inversión colectiva abiertos no podrán ser negociables; en consecuencia, no podrán inscribirse en el RNVE ni en la BVC.

### 2.1.2 FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA CERRRADOS

Los fondos de inversión colectiva cerrados son aquellos en los que se ha estipulado en el reglamento, que los inversionistas sólo pueden solicitarle a la sociedad administradora que les redima su participación cuando se cumpla el plazo previsto para la duración del fondo o en los plazos de redención parcial y anticipada que se han determinado en el reglamento respectivo.

En los fondos de inversión colectiva cerrados, a diferencia de los fondos de inversión colectiva abiertos, los derechos de participación que representan la participación de los inversionistas en el respectivo fondo, si tienen la calidad de valores. En consecuencia, podrán ser libremente negociables y cotizados en la BVC; de conformidad con el reglamento del respectivo fondo de inversión colectiva cerrado.

Los fondos de capital privado y los fondos de inversión colectiva inmobiliaria, que serán descritos más adelante, son clasificados por el Decreto 2555 de 2010 como fondos cerrados.

### 2.1.3 FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA DEL MERCADO MONETARIO

Los fondos de inversión colectiva del mercado monetario son aquellos fondos de inversión colectiva abiertos, sin pacto de permanencia cuyo portafolio está constituido exclusivamente por valores denominados en moneda nacional o unidades representativas de moneda nacional, inscritos en el RNVE, y calificados por una sociedad calificadora con mínimo grado de inversión.

En este caso, el plazo promedio ponderado para el vencimiento de los valores en que invierta el fondo de inversión colectiva, no puede superar los trescientos sesenta y cinco (365) días.

En cuanto a la redención de las participaciones, en el caso de los fondos de inversión colectiva del mercado monetario, ésta deberá realizarse al siguiente día hábil de la solicitud respectiva.

### 2.1.4 FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA INMOBILIARIOS

Se considerarán fondos de inversión colectiva inmobiliaria aquellos fondos de inversión colectiva cerrados cuya política de inversión prevea una concentración mínima activos inmobiliarios equivalente al setenta y cinco por ciento (75%) de los activos totales del fondo. Se consideran como activos inmobiliarios los siguientes:

I) Bienes inmuebles en Colombia o en el exterior.

II) Títulos emitidos en procesos de titularización hipotecaria.

II) Derechos fiduciarios de patrimonios autónomos conformados por bienes inmuebles o que tengan por finalidad el desarrollo de proyectos inmobiliarios.

IV) Participación en fondos de inversión inmobiliaria locales o del exterior.

V) Proyectos inmobiliarios locales o en el exterior.

VI) Acciones o cuotas de interés social emitidas por compañías nacionales o extranjeras cuyo objeto exclusivo sea la inversión en bienes inmuebles y/o proyectos inmobiliarios.

Además de lo anterior, los fondos inmobiliarios están sujetos a las siguientes reglas:

a) Están facultados para celebrar los negocios jurídicos autorizados en el reglamento para adquirir, enajenar, explotar y asegurar los activos admisibles.

b) Obtener créditos hasta por un monto equivalente a dos (2) veces el valor del patrimonio del fondo que pueden ser garantizados con los bienes inmuebles adquiridos.

### 2.1.5 FONDOS DE CAPITAL PRIVADO

Los fondos de capital privado son fondos de inversión colectiva cerrados 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 RNVE.

Con respecto al régimen de inversión de los fondos de capital privado, la Superintendencia Financiera ha conceptuado que aquellas dos terceras partes (2/3) de los aportes de los inversionistas que no se invierten en activos inscritos en el RNVE, solo pueden invertirse en empresas y proyectos. En esta medida, la inversión en empresas y proyectos debe comprenderse como la aportación de capital para la realización de proyectos productivos y/o la realización de inversiones de capital o deuda a través de empresas para la explotación, desarrollo, mejoramiento, etc. de actividades empresariales en cualquier sector de la economía. Esta definición, aun cuando puede ser bastante amplia, debe analizarse en cada caso concreto para la inversión en fondos de capital privado, pues la política de inversión de dichos fondos debe ser muy clara y señalar expresamente el destino de los recursos a proyectos productivos o de desarrollo empresarial, donde particularmente, en uno y otro caso, el inversionista termine compartiendo los riesgos asociados al proyecto o a la empresa objeto de inversión.

La gestión de los fondos de capital privado puede encargársele a un gestor profesional. El gestor profesional es una persona natural o jurídica, nacional o extranjera, experta en la administración de portafolios y manejo de las inversiones del respectivo fondo.

A diferencia de todos los demás tipos de fondos, los fondos de capital privado cuentan con un comité de vigilancia conformado por personas nombradas por los inversionistas para ejercer veeduría permanente sobre el cumplimiento de las funciones asignadas a la sociedad administradora, y en caso de existir, al gestor profesional. Es importante notar que el gestor profesional se diferencia del gestor externo en que el gestor externo debe ser una sociedad administradora de fondos de inversión colectiva; es decir, debe ser obligatoriamente una sociedad comisionista de bolsa, una sociedad fiduciaria o una sociedad administradora de inversión.

Así, la presencia de este órgano (comité de vigilancia) en los fondos de capital privado se justifica en la medida en que el gestor profesional no debe ser una entidad vigilada, por lo tanto, el comité de vigilancia cumple la función de velar por que el respectivo fondo de capital privado se ajuste a la regulación y leyes aplicables.

De acuerdo a las últimas cifras de 2013 de la Asociación Latinoamericana de Venture Capital – LAVCA, Colombia se posiciona como el cuarto país en la escala regional en el desarrollo de capital privado, con un puntaje de sesenta y un (61) puntos, sobre la escala de cien (100). Según LAVCA, el ambiente para el emprendimiento en Colombia ha progresado ampliamente, pero afirma que la regulación tributaria permanece siendo compleja para el desarrollo de la industria del capital privado[12].

En el escalafón que publica LAVCA, Chile ocupa el primer lugar con setenta y seis (76) puntos, Brasil en el segundo lugar con setenta y dos (72) puntos, y delante de Colombia, se encuentra México con sesenta y siete (67) puntos.

En el escenario local, existe una variedad de fondos de capital privado en diferentes ramas de la economía. En la siguiente tabla se enuncian los fondos de capital privado en operación, que existen actualmente en Colombia.

**TABLA 10. FONDOS DE CAPITAL PRIVADO EN COLOMBIA**

| FONDOS DE CAPITAL PRIVADO | SECTOR DE LA ECONOMÍA |
|---|---|
| ASHMORE I | Infraestructura |
| BROOKFIELD COLOMBIA | Infraestructura |
| FINTRA | Infraestructura |

| FONDOS DE CAPITAL PRIVADO | SECTOR DE LA ECONOMÍA |
|---|---|
| NEXUS | Infraestructura |
| TRIBECA TC DORADO FUND | Infraestructura |
| 90° NORTE | Inmobiliario |
| OXO – PROPIEDADES SOSTENIBLES | Inmobiliario |
| INMOBILIARIO ULTRABURSÁTILES | Inmobiliario |
| PROLOGIS | Inmobiliario |
| INVERLINK ESTRUCTURAS INMOBILIARIAS | Inmobiliario |
| SANTANDER INMOBILIARIO | Inmobiliario |
| FONDO INMOBILIARIO COLOMBIA | Inmobiliario |
| TERRANUM CAPITAL | Inmobiliario |
| ADVENT LAPEF FUND V | Servicios financieros, salud, servicios empresariales, tecnología medios y telecomunicaciones, aeropuertos, puertos, retail, industrial |
| LINZOR CAPITAL PARTERNS I, II | Servicios, infraestructua de energía y petróleo, consumo masvo, salud, educación, sector financiero, servicios de comercio al detal |
| SOUTHERN CROSS GROUP | Multisectorial – empresas grandes medianas en busca de extensión, institucionalizar su gobierno corporativo y mejorar posición estratégica |
| VICTORIA CAPITAL PARTNERS | Multisectorial – compañías líderes en su mercado con sólidos perfiles de crecimiento |
| ALTRAINVESTMENTS I, II | Energía, logística, servicios, manufactura |
| THE ABRAAJ GROUP | Multisectotial – empresas con alto potencial de crecimiento en sectores estratégicos y equipos gerenciales experimentados |
| BAMBOO FINANCIAL INCLUSION FUND | Instituciones microfinancieras, bancos para la pyme, operadores de servicios móviles y servicios subyacentes a microfinanzas |
| CAPITAL MEDELLÍN | Tics, textil, ingeniería aplicada, alimentos, ciencias de la vida |
| BRICAPITAL | Hotelería y turismo |
| INVERSOR | Multisectorial – modelos de negocio que promuevan la inclusión de población vulnerable |
| DYNAMO | Cine, producción audiovisual, y televisión |
| ENERGÍA ACTIVA | Energía |
| FCP INNOVACIÓN SP | Energía, tics, gas natural, gestión de residuos sólidos y aguas |
| KANDEO | Microcrédito, crédito con garantía, crédito hipotecario, financiación de activos arrendamiento de equipo productivo y libranzas |
| HIDROCARBUROS DE COLOMBIA I, II, III | Hidrocarburos |
| FONDO DE INVERSIÓN FORESTAL | Forestal |
| ESCALA CAPITAL | Salud, consumo, ingeniería, agroindustria, químico, seguridad y defensa, logística, tratamiento y aprovechamiento de residuos |
| PROGRESA CAPITAL | Tecología de información y comunicaciones, biotecnología, salud, ingeniería aplicada |
| FONDO MAS COLOMBIA - LATAM | Crecimiento estratégico, agronegocios integrados, servicios especializados |
| FONDO TRANSANDINO COLOMBIA FCP | Crecimiento estratégico, agronegocios integrados, servicios especializados |
| TEKA COLOMBIA | Agroindustria, energia, entretenimiento, logística y transporte, recursos naturales, retail, ingeniería, salud, servicios financieros no tradicionales |
| TRIBECA ENERGY FUND | Energía |
| TRIBECA FUND I | Moda/ bienes de consumo, recursos naturales y servicios industriales |

| | |
|---|---|
| **TRIBECA HOMECARE FUND** | Salud pre y post hospitalaria |
| **TRIBECA NATURAL RESOURCES** | Recursos naturales |
| **VALORAR FUTURO** | Consumo masivo, cuidado personal, insumos agroindustruales, servicios, manufactura, farmacéutico. |
| **ANDEAN TECH GROWTH FUND (EN ETAPA DE FUNDRAISING)** | Desarrollos tecnológicos B2B. desarrolllo de soluciones B2B y servicios de infraestructura it |
| **AMERIGO VENTURES COLOMBIA** | Tecnología, IT-Digitalización |
| **CASEIF III (EN ETAPA DE FUNDRAISING)** | Procesadoras de alimentos, agroindustria, energía renovable, salud, educación y tecnología |
| **DIANA CAPITAL LATAM I (EN ETAPA DE FUNDRAISING)** | Servicios, salud, cosmética y frama, retail, it, alimentación y restauración |
| **ANCLA 360 (EN ETAPA DE FUNDRAISING)** | Logística y transporte, energía, servicios financieros y consumo |
| **PEGASUS COLOMBIA I (EN ETAPA DE FUNDRAISING)** | Inmobiliario |
| **FONDO DE CAPITAL PRIVADO TERMINALES LOGÍSTICOS DE COLOMBIA (EN ETAPA DE FUNDRAISING)** | Inmobiliario |
| **FONDO DE CAPITAL PRIVADO VALOR FORESTAL – CAUCHO NATURAL (EN ETAPA DE FUNDRAISING)** | Forestal |
| **MGM SUSTAINABLE ENERGY FUND (EN ETAPA DE FUNDRAISING)** | Eficiencia energética y energía renovable. |
| **VELUM (EN ETAPA DE FUNDRAISING)** | Modelos de información para la bancarización, plataformas transaccionales de e-commerce, educación a través de tecnologías, virtualización y cloudcomputing |

**Fuente:** Bancóldex

Es importante tener en cuenta que en la regulación colombiana no existen diferentes tipos de fondos de capital privado ni categorías dentro de los fondos de capital privado sino que regulación les brinda un tratamiento general a los fondos que cumplan con las características que se describieron anteriormente. Sin embargo, en la práctica local e internacional, es común encontrar la diferenciación entre fondos de capital privado y de los 'fondos de capital semilla o de riesgo'. Esta diferencia versa sobre los siguientes aspectos:

I) Los Fondos de Capital Semilla o 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 RNVE.

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.

### 2.1.6 FONDOS BURSÁTILES

Se consideran fondos bursátiles aquellos fondos de inversión colectiva cuyo objeto consista en replicar o seguir un índice nacional o internacional mediante la constitución de un portafolio integrado por algunos o todos los activos que hagan parte de la canasta que conforma dicho índice. El portafolio puede incluir también derivados estandarizados cuyos subyacentes hagan parte de la canasta que conforma el índice.

Dada la naturaleza particular de estos fondos, a los mismos no les resulta aplicable la clasificación de fondos de inversión colectiva abiertos o cerrados, pues aunque se comportan como un fondo abierto y permiten la redención constante de sus participaciones, tienen algunas características de los fondos cerrados (i.e. sus participaciones son valores inscritos en el RNVE). Los derechos de participación en los fondos bursátiles están representados

en unidades de creación. Las unidades de creación están compuestas por todos o algunos de los activos que conforman el índice objeto de réplica o seguimiento, teniendo en cuenta su peso dentro del mismo. Las unidades de creación sin embargo, son una figura "ficticia" y representan en últimas un número equivalente de unidades de participación. En esa medida, las unidades de creación no se negocian en el mercado secundario – solo representan el aporte inicial que hace un inversionista al fondo y se expresan en determinado número de unidades de participación que se entregan a cambio al inversionista aportante. Estas unidades de participación, sí se consideran valores y transan en la BVC, a través de su negociación en el mercado secundario.

El reglamento debe establecer la metodología para determinar el número de participaciones que equivale a la unidad de creación. Adicionalmente, así como la constitución de unidades se lleva a cabo mediante el aporte en especie de los valores que componen la canasta, la redención que se haga de las unidades de creación, se hace también mediante la entrega en especie de los valores correspondientes. Debe tenerse presente que para efectos de la constitución y redención de unidades de creación existen unos participantes autorizados, que son comisionistas de bolsa que han sido designados para actuar como tales, y que pueden hacerlo ya sea en nombre propio o por cuenta de los inversionistas.

Dada la particularidad de las inversiones efectuadas por los fondos bursátiles, y teniendo en cuenta que requieren de personas expertas en el seguimiento de índices para que el vehículo funcione, la regulación permite que las decisiones de inversión y desinversión sean tomadas por un gestor profesional, si así lo ha previsto su reglamento.
En términos de estructura, los fondos de capital privado y los fondos bursátiles se diferencian de los demás fondos de inversión colectiva especialmente en que para dichos fondos se ha previsto la figura del gestor profesional. Si el reglamento establece la contratación de un gestor profesional, no será necesario que el fondo cuente con un gerente.

El iShares COLCAP es el único fondo bursátil incorporado en Colombia y listado en la BVC. Se conoce como el iCOLCAP y pretende proporcionar a los inversionistas una rentabilidad similar a la del índice COLCAP, descontando las comisiones de gestión y administración. Su gestor profesional es BlackRock y su sociedad administradora es Cititrust Colombia. El Fondo Bursátil se basa en el índice COLCAP, desarrollado y gestionado por la BVC.

## 2.2 ESTRUCTURA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA

Los fondos de inversión colectiva deben contar con los siguientes órganos de gobierno:

### I) Asamblea de Inversionistas

La asamblea de inversionistas es el máximo órgano de dirección del fondo de inversión colectiva, la cual está constituida por los inversionistas del fondo reunidos con el quórum necesario para deliberar.

El quórum necesario para la asamblea de inversionistas es el equivalente a un número plural de inversionistas que representen por lo menos el cincuenta y uno (51%) de las participaciones del respectivo fondo.

Las decisiones de la asamblea de inversionistas se tomarán mediante el voto favorable de por lo menos la mitad más una de las participaciones presentes en la reunión. El reglamento del fondo puede prever una mayoría más exigente, pero no puede ser superior al 70% de las participaciones presentes.

No obstante, el Decreto 1242 de 2013 prevé la consulta universal como alternativa a la realización de asambleas de inversionistas, la cual consiste en una consulta escrita a todos los inversionistas del respectivo fondo de inversión colectiva para la toma de determinada decisión.

La posibilidad de desarrollar consultas universales debe constar en el reglamento del fondo de inversión colectiva y seguir el procedimiento previsto en el Decreto 1242 de 2013 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 del fondo 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 del fondo de inversión colectiva, a la asamblea de inversionistas le corresponden las siguientes funciones:

## TABLA 11.1 FUNCIONES DE LA ASAMBLEA DE INVERSIONISTAS

| | |
|---|---|
| **NOMBRAMIENTOS** | Designar a un auditor externo cuando lo considere conveniente |
| | Elegir a los miembros del comité de vigilancia (sólo para los fondos de capital privado) |
| **ADMINISTRACIÓN** | Disponer que la administración del fondo de inversión colectiva se entregue a otra sociedad administradora |
| | Solicitar a la administradora del fondo de inversión colectiva realizar la remoción del gestor externo, de conformidad con las causales descritas en el reglamento |
| **FUSIÓN DEL FONDO DE INVERSIÓN COLECTIVA** | Aprobar o improbar el proyecto de fusión de inversión colectiva |
| **LIQUIDACIÓN DEL FONDO DE INVERSIÓN COLECTIVA** | Decretar la liquidación del fondo de inversión colectiva y cuando sea el caso designar el liquidador |

### II) Sociedad Administradora

La sociedad administradora de fondo de inversión colectiva solo puede ser asumida por una sociedad comisionista de bolsa, una sociedad fiduciaria o una sociedad administradora de inversión. Todas las anteriores, entidades sometidas a la vigilancia de la Superintendencia Financiera y responsables ante dicha entidad y ante los inversionistas.

La sociedad administradora de los fondos de inversión colectiva es la entidad encargada de desarrollar las actividades de administración *(back office)* y de gestión de los aportes de los inversionistas, cuando ésta última actividad no ha sido delegada a un gestor externo, extranjero o profesional. Adicionalmente, la sociedad administradora es la entidad que lleva la representación legal del fondo.

Aun cuando la gestión del fondo sea encargada a otra persona, la sociedad administradora continúa siendo responsable por todo lo relacionado con el fondo de inversión colectiva que administra.

En desarrollo de sus funciones administrativas, las sociedades administradoras de fondos de inversión colectiva tienen a su cargo las siguientes funciones:

## TABLA 11.2 FUNCIONES DE LA SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA

| | |
|---|---|
| **ADMINISTRACIÓN** | Definir las políticas y procedimientos aplicables al desarrollo de la actividad de administración de fondos de inversión colectiva, y determinar los criterios o condiciones bajo los cuales la sociedad desarrollará todas o algunas de las demás actividades relacionadas con los fondos de inversión colectiva |
| | Definir para cuales fondos o familias de fondos de inversión colectiva la sociedad ejercerá la gestión del portafolio de manera directa y para cuáles delegará a un gestor externo |
| | Definir si la sociedad administradora asumirá directamente la actividad de promoción del fondo de inversión colectiva a través de su fuerza ventas o si la delegará a un distribuidor especializado, o a través de la celebración de un contrato de uso de red o contrato de corresponsalía |
| | Definir las políticas para el ejercicio de los derechos políticos inherentes a los valores administrados colectivamente, mientras no haya sido delegado al custodio de valores |

| | |
|---|---|
| **ADMINISTRACIÓN** | Fijar las directrices de los programas de capacitación para los funcionarios encargados de las tareas relacionadas con la administración de los fondos de inversión colectiva |
| **NOMBRAMIENTOS** | Nombrar al gerente del fondo de inversión |
| | Designar al custodio de los valores |
| | Definir la estructura organizacional y designar el personal que ocupará los cargos |
| **INFORMACIÓN** | Determinar políticas, directrices y procedimientos para garantizar la calidad de la información divulgada al público en general, a los inversionistas y a la Superintendencia Financiera |
| | Diseñar las políticas para la presentación a las asambleas de inversionistas toda la información necesaria para que permita establecer el estado e los fondos de inversión colectiva |
| **VALORACIÓN, GESTIÓN DE RIESGOS Y CONTABILIDAD** | Fijar los procedimientos y políticas para determinar el proceso de valoración del portafolio de los fondos de inversión administrados y sus participaciones |
| **PREVENCIÓN DE CONFLICTOS DE INTERÉS Y USO INDEBIDO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA** | Establecer políticas y adoptar mecanismos que sean necesarios para evitar el uso de información divulgada al público en general, a los inversionistas y a la Superintendencia Financiera |
| | Definir las situaciones que constituyen conflicto de interés y los mecanismos para su prevención y administración |

| | |
|---|---|
| **SUPERVISIÓN Y CONTROL DEL FONDO DE INVERSIÓN COLECTIVA** | Adoptar medidas de control y reglas de conducta que se orienten a evitar que los fondos de inversión colectiva administrados puedan ser utilizados para el ocultamiento o inversión de activos provenientes de actividades ilícitas, dar apariencia de legalidad a las mismas o para realizar evasión tributaria |
| | Aprobar los manuales para el control y prevención del lavado de activos, de gobierno corporativo incluyendo el código de conducta, de control interno y los demás necesarios |
| | Definir los mecanismos para el seguimiento del cumplimiento de las funciones del personal vinculado al gestor externo para la administración del fondo |
| | Diseñar las políticas y manuales de gobierno corporativo, control interno y prevención de lavado de activos |
| | Definir los mecanismos que serán implementados para el seguimiento del cumplimiento de las funciones del personal vinculado contractualmente al gestor externo, en relación con la gestión del fondo de inversión colectiva |
| | Determinar el contenido mínimo de los informes que deberá presentar quien ejecute la actividad de gestión de los fondos de inversión colectiva administrados por la sociedad administradora |

### III) Gestor Externo

En caso de que la sociedad administradora decida contratar con un gestor externo para que se ocupe directamente de la gestión del portafolio del fondo de inversión colectiva, la junta directiva de la sociedad administradora podrá delegarle todas sus funciones que correspondan a la gestión del fondo de inversión colectiva.

La actividad de gestión de portafolios de un fondo de inversión colectiva comprende la toma de decisiones de inversión y desinversión de las operaciones del fondo, así como la identificación, medición, control y administración de riesgos inherentes al portafolio.

El gestor externo deberá ser una sociedad administradora de fondos de inversión colectiva distinta de la sociedad administradora del respectivo fondo. Igualmente, podrá elegirse a un gestor extranjero, que por su parte, deberá ser una persona jurídica que de conformidad a su objeto social y a la regulación aplicable realice la actividad de gestión de portafolios de terceros.

Adicionalmente, se podrá delegar la actividad de gestión de los portafolios del fondo de inversión colectiva a un gestor profesional, exclusivamente para el caso de los fondos de capital privado y fondos bursátiles.

La dirección de las funciones que sean delegadas por la sociedad administradora al gestor externo o extranjero será asumida por su junta directiva para su coordinación. No obstante, la contratación de un gestor externo o extranjero no exime a la sociedad administradora de fondos de inversión colectiva de su responsabilidad frente a los inversionistas del fondo.

### IV) El Gerente

El gerente es el encargado de la ejecución de la gestión del portafolio del fondo de inversión colectiva a través de decisiones de inversión realizadas en nombre del fondo de inversión colectiva. El gerente será nombrado por la sociedad administradora del fondo o por el gestor externo o extranjero, según sea el caso.

Con el fin de ejecutar la gestión del fondo de inversión colectiva, el gerente debe cumplir con las siguientes funciones:

## TABLA 11.3 FUNCIONES DEL GERENTE DEL FONDO DE INVERSIÓN COLECTIVA

| | |
|---|---|
| **INVERSIÓN** | Ejecutar la política de inversión de la fondo de inversión colectiva |
| **SEGUIMIENTO** | Asegurarse que la sociedad gestora cuente con el personal adecuado |
| | Identificar, controlar y gestionar situaciones de conflicto de interés |
| | Acudir a la junta directiva en los eventos en los que se requiere su intervención |
| | Ejercer una supervisión permanente sobre el personal vinculado a la gestión del portafolio del fondo |
| **INFORMACIÓN** | Documentar los problemas detectados en los envíos de información de la sociedad administradora a los inversionistas y a la Superintendencia Financiera y los mecanismos implementados para evitar la reincidencia en las fallas |
| | Proponer planes y estrategias orientadas al cumplimiento eficaz de las obligaciones de información a cargo de la sociedad gestora |
| | Informar a la Superintendencia Financiera los hechos que imposibiliten o dificulten el cumplimiento de sus funciones, previa información a la junta directiva |
| | Presentar a la asamblea de inversionistas los estados financieros de propósito general, la descripción general del portafolio, la evolución del valor de la participación del valor del fondo de inversión colectiva y de la participación de cada accionista dentro del mismo |

V) Otros órganos

a) El Comité de Inversiones: es el responsable del análisis de las inversiones y de los emisores, así como de la definición de los cupos de inversión y las políticas para adquisición y liquidación de inversiones.

b) El Revisor Fiscal: de la respectiva sociedad administradora de fondos de inversión colectiva, del gestor externo y del distribuidor especializado ejercerá control contable respecto de cada uno de los fondos de inversión colectiva que la respectiva entidad administre, gestione o distribuya.

c) El Distribuidor Especializado: la distribución especializada consiste en la constitución de cuentas ómnibus en las que se agrupan uno o más inversionistas registrados previamente de manera individual con el fin de que el distribuidor especializado actúe a nombre propio y por cuenta de ellos como un único inversionista en un único fondo de inversión colectiva.

La junta directiva del distribuidor especializado tiene el deber de dirigir las siguientes funciones:

- Definir las políticas y procedimientos aplicables al desarrollo de la actividad de distribución de los fondos de inversión colectiva.
- Contratar a los sujetos promotores que constituyen la fuerza de ventas para desarrollar la distribución de los fondos de inversión colectiva y dotarlos de toda la información necesaria y mantenerlos actualizados al respecto
- Otras a cargo de otros órganos del fondo de inversión colectiva.

El siguiente cuadro tiene un resumen de los órganos que no resultan obligatorios o que varían dependiendo de la naturaleza del fondo:

**TABLA 11.4 PRINCIPALES ÓRGANOS DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA DE ACUERDO A SUS CLASIFICACIONES ESPECÍFICAS**

| TIPOS DE FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA | GESTOR EXTERNO/ EXTRANJERO | GESTOR PROFESIONAL | GERENTE | COMITÉ DE VIGILANCIA |
|---|---|---|---|---|
| GENERALES | X | | X | |
| DEL MERCADO MONETARIO | X | | X | |
| FONDOS BURSÁTILES | | X | No será necesario si cuentan con gestor profesional | |
| FONDOS INMOBILIARIOS | X | | | |
| FONDOS DE CAPITAL PRIVADO | | X | No será necesario si cuentan con gestor profesional | X |

## 2.3 RÉGIMEN DE INVERSIONES

Los fondos de inversión colectiva pueden invertir en una amplia gama de activos incluyendo, los siguientes:

I) Valores inscritos o no en el Registro Nacional de Valores y Emisores -RNVE.

II) Títulos valores, documentos de contenido crediticio y cualquier otro documento representativo de obligaciones dinerarias.

III) Valores emitidos por entidades bancarias del exterior.

IV) Valores emitidos por empresas extranjeras del sector real cuyas acciones aparezcan inscritas en una o varias bolsas de valores internacionalmente reconocidas.

V) Bonos emitidos por organismos multilaterales de crédito, gobiernos extranjeros o entidades públicas.

VI) Participaciones en fondos de inversión extranjeros o fondos que emulen índices nacionales o extranjeros.

VII) Participaciones en otros fondos de inversión colectiva nacionales.

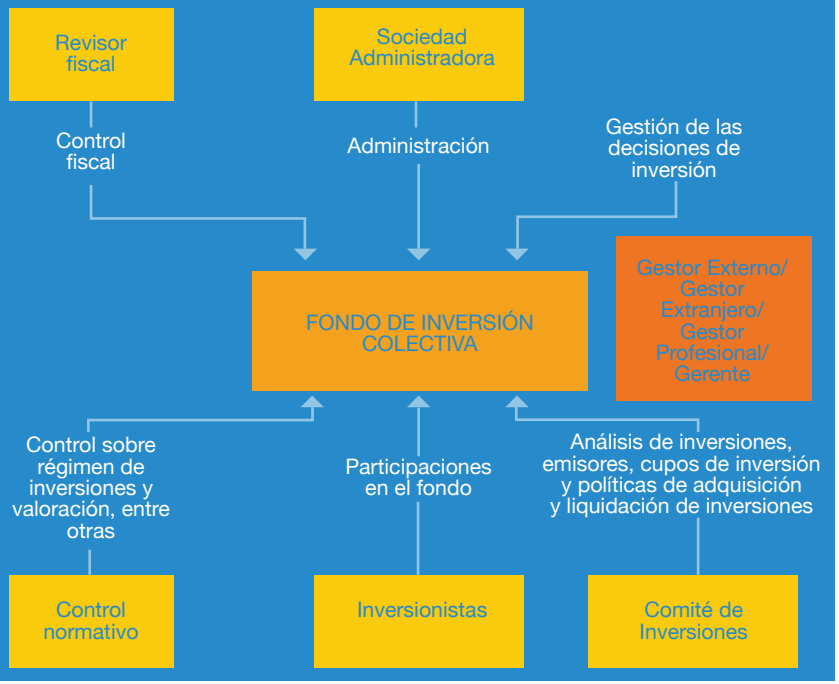
VIII) Divisas, con las limitaciones establecidas en el régimen cambiario, en cuanto al pago de la redención de participaciones.

IX) Inmuebles y proyectos inmobiliarios.

X) *Commodities*.

XI) Instrumentos financieros derivados con fines de inversión.

GRÁFICA 11. ESTRUCTURA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA




## 3. 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.

### 3.1 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 RNVE, 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.

II) 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 RNVE, 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 RNVE):

a) 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.

b) 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 un fondo de inversión 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:

a) Las comisionistas de bolsa como administradoras de fondos de inversión colectiva y de fondos de inversión de capital extranjero.

b) Las sociedades fiduciarias en su calidad de administradoras de fondos de inversión colectiva, fondos de pensiones voluntarias y de fondos de inversión de capital extranjero.

c) 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.

d) Las compañías de seguros en su calidad de administradoras de fondos de pensiones voluntarias.

e) Las sociedades administradoras de inversión en su calidad de administradoras de fondos e inversión colectiva.

V) Las operaciones de colocación de valores inscritos en el RNVE o valores extranjeros listados en sistemas de cotización de valores del extranjero mediante acuerdos o convenios de integración de bolsa de valores (i.e. MILA), 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 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.

Adicionalmente de conformidad con lo establecido en el Decreto 2555 de 2010, se considera como operación de intermediación de valores, la asesoría de cualquier naturaleza para la adquisición o enajenación de valores inscritos en el RNVE o de valores extranjeros listados en un sistema local de cotizaciones de valores extranjeros. Esta asesoría únicamente se realizará por parte del intermediario de valores a través de personas naturales que expresamente autorice para el efecto y que se encuentren inscritas en el RNPMV, con la modalidad de certificación que le permita esta actividad.

De igual forma, se considera operación de intermediación en el mercado de valores, el ofrecimiento de servicios de cualquier naturaleza para la realización de las operaciones a que se refiere el artículo 7.1.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, así como el ofrecimiento de servicios orientados a negociar, tramitar, gestionar, administrar u ordenar la realización de cualquier tipo de operación con valores, instrumentos financieros derivados, productos estructurados, fondos de inversión colectiva, fondos de capital privado y otros activos financieros que generen expectativas de beneficios económicos.

No obstante lo anterior, se entienden exceptuadas de lo señalado anteriormente: la actividad de asesoría profesional que se preste con ocasión del cumplimiento de las funciones del gestor profesional en los términos del Decreto 2555 de 2010, así como la asesoría profesional para la realización de estudios de factibilidad, procesos de adquisición, fusión, escisión, liquidación o reestructuración empresarial, cesión de activos,

pasivos y contratos, diseño de valores, diseño de sistemas de costos, definición de estructuras adecuadas de capital, estudios de estructuración de deuda, comercialización de cartera, repatriación de capitales, estructuración de procesos de privatización, estructuración de fuentes de financiación, estructuración de procesos de emisión y colocación, y estructuración de operaciones especiales como ofertas públicas de adquisición y martillos.

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 12. ACTIVIDADES DE INTERMEDIACIÓN E INTERMEDIARIOS AUTORIZADOS PARA EJERCERLAS

| | ENTIDAD AUTORIZADA | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **OPERACIÓN AUTORIZADA** | **COMISIONISTAS DE BOLSA** | **COMISIONISTAS INDEPENDIENTES** | **BANCOS** | **CORPORACIONES FINANCIERAS** | **COMPAÑÍAS DE FINANCIAMIENTO** | **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 S.F.** | **ENTIDADES VIGILADAS POR LA S.F 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 MERCANTÍL O ENCARGO FIDUCIARIO** | | | | | | X | | | | | | |
| **ADQUISICIÓN Y ENAJENACIÓN DE VALORES EN DESARROLLO DE LA ADMINISTRACIÓN DE FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA REGULADOS POR EL DECRETO 2555 DE 2010** | X | | | | | X | X | | | | | |

| | ENTIDAD AUTORIZADA | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| OPERACIÓN AUTORIZADA | COMISIONISTAS DE BOLSA | COMISIONISTAS INDEPENDIENTES | BANCOS | CORPORACIONES FINANCIERAS | COMPAÑÍAS DE FINANCIAMIENTO | 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 S.F. | ENTIDADES VIGILADAS POR LA S.F EN GENERAL |
| 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 OBLIGATORIOS 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.

### 3.1.1 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 fondos de inversión colectiva 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 RNAMV.

#### 3.1.1.1 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

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

b) 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.

c) Realizar compraventas con pacto de recompra sobre valores.

II) Administración de recursos de terceros

a) 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.

b)Administrar portafolios de valores de terceros.

c) Constituir y administrar los fondos de inversión colectiva que le autorice la ley.

III) Otras actividades

a) Corretaje.

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

c) Asesorar en actividades relacionadas con el mercado de capitales.

d) 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 13. COMISIONISTAS DE BOLSA AUTORIZADAS POR LA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA A SEPTIEMBRE DE 2013**

| | |
|---|---|
| **COMISIONISTAS DE BOLSA** | Acciones y Valores S.A Comisionista de Bolsa |
| | Afin S.A Comisionista de Bolsa |
| | Asesores en Valores S.A Comisionista de Bolsa |
| | Asesorías e Inversiones S.A |

| | |
|---|---|
| **COMISIONISTAS DE BOLSA** | Asvalores S.A Comisionista de Bolsa |
| | BTG Pactual S.A Comisionista de Bolsa |
| | Helm Securities S.A Comisionista de Bolsa |
| | Compañía de Profesionales de Bolsa S.A |
| | Valores Bancolombia S.A Comisionista de Bolsa |
| | Davivalores S.A Comisionista de Bolsa |
| | Corredores Asociados S. A. Comisionista de Bolsa |
| | BBVA Valores Colombia S.A Comisionista de Bolsa |
| | Credicorp Capital Colombia S.A Comisionista de Bolsa |
| | Compass Group S.A Comisionista de Bolsa |
| | Alianza Valores Comisionista de Bolsa |
| | Global Securities S.A Comisionista de Bolsa |
| | Serfinco S.A Comisionista de Bolsa |
| | Ultrabursatiles S.A Comisionista de Bolsa |
| | Acciones de Colombia S.A Comisionista de Bolsa |
| | Global Securities S.A Comisionista de Bolsa |
| | Citivalores S.A |
| **COMISIONISTAS DE BOLSA** | Santander Investment Valores Colombia S.A Comisionista de Bolsa |
| | Servivalores GNB Sudameris S.A Comisionista de Bolsa |
| | Servibolsa S.A Comisionista de Bolsa |
| | Casa de Bolsa S.A Comisionista de Bolsa |
| | Gesvalores S.A Comisionista de Bolsa |
| | Corpbanca S.A Comisionista de Bolsa |
| | Scotia Securities (Colombia) S.A Sociedad Comisionista de Bolsa |
| | Skandia Valores S.A Comisionista de Bolsa |
| | Scotia Securities S.A Comisionista de Bolsa |
| | Larrain Vial Colombia S.A Comisionista de Bolsa |

#### 3.1.1.1.1 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 comprar 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 del 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 14. DIFERENCIAS ENTRE EL MANDATO Y LA COMISIÓN PARA LA COMPRA Y VENTA DE VALORES

| CARACTERÍSTICA | MANDATO | COMISIÓN PARA LA COMPRA Y VENTA DE VALORES |
|---|---|---|
| **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 *commodities*. |
| **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 intermediación. 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 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 dentro de un plazo determinado.

II) 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.

III) 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.

### 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 realizan 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,** el Decreto 2555 de 2010 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,** el Decreto 2555 de 2010 autoriza de forma general a las comisionistas de bolsa para adquirir valores inscritos en el RNVE o en un sistema local de cotizaciones de valores extranjeros, con el fin de darle liquidez y estabilidad al mercado, atendiendo ofertas o abastecimiento de 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 pueden realizar operaciones teniendo como contraparte, directa o indirectamente, a los fondos de inversión colectiva 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 reinvertirlos 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:

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 el modo 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 los fondos de inversión colectiva

El papel de los fondos de inversión colectiva, antes llamadas carteras colectivas, en el mercado de valores puede entenderse como intermediarios del mercado o como inversionistas. Como intermediarios de valores, las comisionistas de bolsa 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, los fondos de inversión colectiva son inversionistas profesionales en virtud de los recursos gestionados y la regularidad de sus operaciones.

El funcionamiento general y tipos de fondos de inversión colectiva 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, quien 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 celebren 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 15. DIFERENCIAS ENTRE EL CORRETAJE, EL MANDATO Y LA COMISIÓN

| CARACTERÍSTICAS | MANDATO | COMISIÓN PARA LA COMPRA Y VENTA DE VALORES | CORRETAJE PARA LA COMPRA Y VENTA DE VALORES |
|---|---|---|---|
| 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 *commodities*. | Comisionistas de bolsa, comisionistas independientes de valores y comisionistas de bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales y de otros *commodities*. |
| 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 el Decreto 2555 de 2010, 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 deben cumplir con los siguientes requisitos especiales:

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

b) 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.

c) 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 100% del valor del préstamo. Con relación a la garantía, la comisionista de bolsa tiene las siguientes obligaciones:

a) Valorar en forma diaria la suficiencia de las garantías otorgadas por sus clientes.

b) 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.

c) 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 usando para el efecto operaciones de endeudamiento

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 sistemas 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) Realización de 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.

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 el Decreto 2555 de 2010:

a) Que se cuente con el capital mínimo para adelantar la respectiva operación.

b) Que dentro de su objeto social se encuentre expresamente las operaciones correspondientes.

c) 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.

d) Que tenga dispuesta una estructura administrativa y financiera que le permita adelantar las operaciones.

e) 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 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.

#### 3.1.1.1.2 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 fondos de inversión colectiva 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, entendiendo por información confidencial aquella obtenida en virtud de su relación con el inversionista, que no está a disposición del público y que el inversionista no está obligado a revelar.

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 de bolsa.

IV) Abstenerse de incurrir en las siguientes conductas:

a) Hacer uso indebido de información privilegiada mediante operaciones, suministro de información a terceros o aconsejando la compra o venta de un valor.

b) Ejecutar órdenes desconociendo la prelación en su registro en el sistema de registro que llevan las comisionistas.

c) 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.

#### 3.1.1.2 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 es que las comisionistas independientes no son miembros de la BVC y en esta medida no están autorizadas para negociar valores inscritos en ésta.

#### 3.1.1.3 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

Los establecimientos bancarios son entidades que tienen por objeto la captación de recursos del público con el objeto de colocarlos mediante operaciones activas de crédito. En Colombia, los establecimientos bancarios autorizados por la Superintendencia Financiera para operar son los relacionados en la siguiente tabla:

## TABLA 16. ESTABLECIMIENTOS BANCARIOS AUTORIZADOS PARA OPERAR A NOV. DE 2013

| | |
|---|---|
| Banco Caja Social S.A | Bancolombia S.A |
| Banco Finandina S.A | Banco Agrario de Colombia S.A -Banagrario- |
| Banco Falabella S.A | Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Colombia (BBVA) S.A |
| Banco GNB Sudameris S.A. | Banco Colpatria Red Multibanca Colpatria S.A. |
| Banco Pichincha S.A | Banco Comercial AV Villas S.A. |
| Banco de Occidente S.A | Banco Coomeva S.A |
| Banco Popular S.A. | Banco CorpBanca Colombia S.A |
| Banco ProCredit Colombia S.A. | Banco Cooperativo Coopcentral S.A |
| Banco de las Microfinanzas - Bancamía S.A. | Banco Davivienda S.A. |
| BCSC S.A. | Banco de Bogotá S.A. |
| Banco Santander de Negocios Colombia S.A. | Helm Bank S.A. |
| HSBC Colombia S.A. | ScotiaBank Colombia S.A (información hasta la fecha fusión con Colpatria S.A) |
| Banco WWB S.A | Citibank-Colombia S.A. |

**Fuente:** Superintendencia Financiera

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:

a) Valores de deuda pública de la Nación (y, en general, obligaciones que devenguen intereses emitidas por el Gobierno Nacional).

b) Obligaciones que devenguen intereses emitidas por los departamentos o por los municipios, excepto cuando los intereses y amortización de estas obligaciones estén atrasados.

c) 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.

d) 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 Compañías de Financiamiento ("CF") tienen como objeto general la movilización de recursos para promover la creación, reorganización, fusión, transformación y expansión de cualquier tipo de empresa, así como participar en su capital, promover la participación de terceros, otorgarles financiación y ofrecerles servicios financieros especializados que contribuyan a su desarrollo. Las Corporaciones Financieras autorizadas para operar en Colombia son las relacionadas en la tabla a continuación.

## TABLA 17. CORPORACIONES FINANCIERAS Y COMPAÑÍAS DE FINANCIAMIENTO AUTORIZADAS PARA OPERAR A NOVIEMBRE DE 2013

| | |
|---|---|
| **CORPORACIONES FINANCIERAS** | Banca de Inversión Bancolombia S.A. |
| | Corporación Financiera Colombiana S.A. |
| | JP Morgan Corporación Financiera S.A. |
| | BNP Paribas Colombia Corporación Financiera S.A |
| | ITAU BBA Colombia S.A |

**Fuente:** Superintendencia Financiera

Dentro de este 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 mercado 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

Las Compañías de Financiamiento tienen como objeto general captar recursos del público con el fin de realizar operaciones activas de crédito para facilitar la comercialización de bienes y servicios.

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

**TABLA 18. COMPAÑÍAS DE FINANCIAMIENTO AUTORIZADAS A NOVIEMBRE DE 2013**

| | |
|---|---|
| Leasing Bancoldex S.A. CF | Dann Regional S.A. CF |
| Leasing Bancolombia S.A. CF | Factoring Bancolombia S.A. CF |
| Leasing Bogotá S.A. CF | Mi Plata S.A |
| Leasing Bolívar S.A. CF | Macrofinanciera S.A CF |
| Leasing Corficolombiana S.A. CF | Internacional Compañía de Financiamiento S.A. CF |
| C.A. Credifinanciera S.A. CF | Finandina CF |
| Serfinansa S.A. CF | G.M.A.C.Financiera de Colombia S.A.CF |
| Financiera América S.A. CF | Giros & Finanzas Compañía de Financiamiento S.A. |
| Servicios Financieros S.A. CF | Compañía de Financiamiento TUYA S.A |
| Financiera Pagos Internacionales S.A CF | Financiera Cambiamos S.A |
| La Polar S.A. CF | Coltefinanciera S.A. CF |
| Credifamilia Compañía de Financiamiento S.A | Ripley Compañía de Financiamiento Comercial |
| Opportunity International Colombia S.A. CF | |

**Fuente:** Superintendencia Financiera

Las Compañías de Financiamiento 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.

### 3.1.1.4 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 RNVE en desarrollo de contratos de fiducia mercantil o encargo fiduciario solamente pueden ser ejecutados 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 fideicomitidos. 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 noviembre de 2013 son las relacionadas en la siguiente tabla:

## TABLA 19. SOCIEDADES FIDUCIARIAS AUTORIZADAS PARA OPERAR A NOVIEMBRE DE 2013

| | |
|---|---|
| Acción Fiduciaria S.A | Fiduciaria Davivienda S.A |
| Fiduciaria Bancolombia S.A | Fiduciaria Popular S.A |
| BBVA Asset Management S.A | Colmena Fiduciaria |
| Fidupaís S.A | Fiducor S.A |
| Fiducentral S.A | Fiduoccidente S.A |
| Fiduciaria Alianza S.A | Fiduprevisora S.A |
| Cititrust Colombia S.A | Skandia Sociedad Fiduciaria S.A |
| Fiduciaria Bogotá S.A | Helm Fiduciaria S.A |
| Fiduciaria Colpatria S.A | Correval Fiduciaria S.A |
| Fiduciaria Corficolombiana S.A | Fiduciaria Bancolombia S.A |
| HSBC Fiduciaria S.A | Fiducoldex S.A |
| Fidupetrol S.A | Fidupaís S.A |
| Fiduciaria Colseguros S.A | Servitrust GNB Sudameris S.A |
| Fiduciaria CorBanca Investment Trust Colombia S.A | Fiduciaria de Occidente S.A |
| Fiduciaria Davivienda S.A | Servitrust GNB Sudameris S.A |
| Gestión Fiduciaria S.A | BNP Paribas Securities Services S.A |
| Fiduagraria S.A | |

**Fuente:** Superintendencia Financiera

### 3.1.1.5 SOCIEDADES ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA

Según se señaló al hacerse referencia a las operaciones autorizadas de las comisionistas de bolsa, los fondos de inversión colectiva pueden entenderse como intermediarios o como inversionistas, por lo cual el capítulo de inversionistas se refiere de manera general a dichas entidades, especialmente en lo relacionado con su régimen de inversiones.

# 4. 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 y los clientes inversionistas.

## 4.1 CLASES DE INVERSIONISTAS

### 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 (COP$ 5.895.000.000 en 2013) y al menos una de las siguientes condiciones:

a) Ser titular de un portafolio de inversión de valores igual o superior a cinco mil (5.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes (COP$2.947.500.000 al 2013). 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.

b) 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.

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

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

a) Las personas que tengan vigente la certificación de profesional del mercado como operador otorgada por un organismo autorregulador del mercado de valores.

b) Los organismos financieros extranjeros y multilaterales.

c) Las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera.

### II) Clientes Inversionistas

Los clientes inversionistas 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) fondos de pensiones y cesantías y (ii) fondos mutuos de inversión.

## 4.2 FONDOS DE PENSIONES Y CESANTÍAS

Los fondos de pensiones y cesantías son patrimonios autónomos conformados 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 20. FONDOS DE PENSIONES Y CESANTÍAS AUTORIZADOS EN COLOMBIA A NOVIEMBRE DE 2013**

| | |
|---|---|
| **FONDOS DE PENSIONES Y CESANTÍAS** | Protección |
| | Porvenir |
| | AFP Horizonte |
| | Skandia |
| | Colfondos |

La reforma financiera (Ley 1328 de 2009) aprobada por el Congreso de la República en julio de 2009, introdujo el esquema de *multifondos* para los Fondos de Pensiones Obligatorias administrados por las administradoras del Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad. El Decreto 2555 de 2010 desarrolla el esquema de *multifondos* y define el régimen aplicable a cada uno de los tipos de fondos.

De conformidad con lo establecido en el sistema de *multifondos,* las Administradoras de Fondos de Pensiones Obligatorias administran tres tipos de fondos; (I) Fondo Conservador, de bajo riesgo; (II) Fondo Moderado y (III) Fondo de Mayor Riesgo. Bajo este esquema, el afiliado de la respectiva AFP, de acuerdo con su edad y su perfil de riesgo, selecciona el tipo de fondo en el que desea invertir.

La rentabilidad mínima que deben garantizar las Sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones y de Cesantías a los afiliados a los distintos tipos de fondos de pensiones obligatorias del esquema de *multifondos,* se determina con base en la suma de los siguientes factores ponderados:

I) Componente de referencia. El cual podrá estar conformado por la rentabilidad de un portafolio de referencia, por la suma ponderada de las rentabilidades calculadas con base en un conjunto de índices del mercado o por una combinación de ambos elementos.

II) Para cada tipo de fondo de pensiones obligatorias se establecerá un Componente de Referencia que tenga en consideración criterios de largo plazo. Para la construcción del Componente de Referencia la

Superintendencia Financiera podrá utilizar un portafolio de referencia para cada tipo de fondo de pensiones obligatorias o el mismo para todos los tipos de fondos, con ponderación distinta dentro del componente de referencia debido a las diferencias estructurales de cada uno de ellos.

III) Promedio ponderado de las rentabilidades acumuladas efectivas anuales para cada tipo de fondo de pensiones obligatorias, atendiendo el período de cálculo correspondiente a cada uno de ellos, calculado de conformidad con lo establecido en el Decreto 2555 de 2010.

Teniendo en cuenta lo anterior, la rentabilidad mínima obligatoria para cada uno de los tipos de fondos de pensiones obligatorias será la que resulte inferior entre las opciones A y B que se señalan en el cuadro siguiente:

## TABLA 21. CÁLCULO DE LA RENTABILIDAD MÍNIMA

| TIPO DE FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS | OPCIÓN A | OPCIÓN B |
|---|---|---|
| FONDO CONSERVADOR | La suma de los factores ponderado, disminuidos en un 30% | La suma de los factores ponderados, menos 200 puntos básicos |
| FONDO MODERADO | La suma de los factores ponderados, disminuidos en un 35% | La suma de los factores ponderados, menos 300 puntos básicos |
| FONDO DE MAYOR RIESGO | La suma de los factores ponderados, disminuidos en un 40% | La suma de los factores ponderados, menos 400 puntos básicos |

Cuando la rentabilidad acumulada en términos anuales sea inferior a la rentabilidad mínima obligatoria exigida, las sociedades administradoras de pensiones y cesantías deben responder con sus propios recursos.
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.

### 4.2.1 RÉGIMEN DE INVERSIÓN

La siguiente tabla expone los activos en los que pueden invertir los fondos de pensiones obligatorias y voluntarias, y de cesantías, sin perjuicio de los límites y otras restricciones aplicables, según estaba el régimen de inversión de cada tipo de fondo de pensiones obligatorias y de cesantías.

## TABLA 22. RÉGIMEN DE INVERSIONES ADMISIBLES DE LOS FONDOS DE PENSIONES Y CESANTÍAS

| TIPO DE ACTIVO | FONDOS DE PENSIONES OBLIGATORIAS | | | FONDOS DE CESANTÍAS | | FONDOS DE PENSIONES VOLUNTARIAS |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | CONSERVADOR | MODERADO | MAYOR RIESGO | LARGO PLAZO | CORTO PLAZO | |
| TÍTULOS DE DEUDA PÚBLICA INTERNA Y EXTERNA EMITIDOS O GARANTIZADOS POR LA NACIÓN | X | X | X | X | X | X |
| TÍTULOS DE DEUDA CUYO EMISOR, GARANTE O ACEPTANTE SEA UNA ENTIDAD VIGILADA POR LA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA, INCLUYENDO A FOGAFIN Y AL FOGACOOP | X | X | X | X | X | X |
| BONOS Y TÍTULOS HIPOTECARIOS, LEY 546 DE 1999, Y OTROS TÍTULOS DE CONTENIDO CREDITICIO DERIVADOS DE PROCESOS DE TITULARIZACIÓN DE CARTERA HIPOTECARIA | X | X | X | X | X | X |
| TÍTULOS DE CONTENIDO CREDITICIO DERIVADOS DE PROCESOS DE TITULARIZACIÓN CUYOS ACTIVOS SUBYACENTES SEAN DISTINTOS A CARTERA HIPOTECARIA | X | X | X | X | X | X |
| TÍTULOS DEL BANCO DE LA REPÚBLICA | X | X | X | X | X | X |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| TÍTULOS DE DEUDA CUYO EMISOR O GARANTE SEA UNA ENTIDAD NO VIGILADA POR LA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA | X | X | X | X | X | X |
| PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA ABIERTOS SIN PACTO DE PERMANENCIA Y EN FONDOS BURSÁTILES, CUYA POLÍTICA DE INVERSIÓN NO CONSIDERE COMO ACTIVOS ADMISIBLES TÍTULOS Y/O VALORES PARTICIPATIVOS. SE EXCLUYEN LAS CARTERAS COLECTIVAS DE MARGEN Y DE ESPECULACIÓN[13] | X | X | X | X | X | X |
| PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA ABIERTOS CON PACTO DE PERMANENCIA O CERRADAS, CUYA POLÍTICA DE INVERSIÓN NO CONSIDERE COMO ACTIVOS ADMISIBLES TÍTULOS Y/O VALORES PARTICIPATIVOS. SE EXCLUYEN LAS CARTERAS COLECTIVAS DE MARGEN Y DE ESPECULACIÓN | | X | X | X | | X |
| ACCIONES DE ALTA Y MEDIA BURSATILIDAD, CERTIFICADOS DE DEPÓSITOS NEGOCIABLES REPRESENTATIVOS DE DICHAS ACCIONES (ADR´s Y GDR´s) Y ACCIONES PROVENIENTES DE PROCESOS DE PRIVATIZACIÓN O CON OCASIÓN DE LA CAPITALIZACIÓN DE ENTIDADES DONDE EL ESTADO TENGA PARTICIPACIÓN | X | X | X | X | X | X |
| ACCIONES DE BAJA Y MÍNIMA BURSATILIDAD O CERTIFICADOS DE DEPÓSITOS NEGOCIABLES REPRESENTATIVOS DE DICHAS ACCIONES (ADR´s Y GDR´s) | | X | X | X | | X |
| PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA ABIERTOS SIN PACTO DE PERMANENCIA Y EN FONDOS BURSÁTILES, CUYA POLÍTICA DE INVERSIÓN CONSIDERE COMO ACTIVOS ADMISIBLES LOS TÍTULOS Y/O VALORES PARTICIPATIVOS. SE EXCLUYEN LAS CARTERAS COLECTIVAS DE MARGEN Y DE ESPECULACIÓN | | | X | | | X |
| PARTICIPACIONES FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA ABIERTOS CON PACTO DE PERMANENCIA, CERRADAS, CUYA POLÍTICA DE INVERSIÓN CONSIDERE COMO ACTIVOS ADMISIBLES LOS TÍTULOS Y/O VALORES PARTICIPATIVOS. SE EXCLUYEN LAS CARTERAS COLECTIVAS DE MARGEN Y DE ESPECULACIÓN | | X | X | X | X | X |
| TÍTULOS PARTICIPATIVOS O MIXTOS DERIVADOS DE PROCESOS DE TITULARIZACIÓN CUYOS ACTIVOS SUBYACENTES SEAN DISTINTOS A CARTERA HIPOTECARIA | X | X | X | X | X | X |
| TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS O GARANTIZADOS POR GOBIERNOS EXTRANJEROS O BANCOS CENTRALES EXTRANJEROS | X | X | X | X | X | X |

[13] De conformidad con el Decreto 1242 de 2013 las carteras colectivas de margen y de especulación dejaron de existir y se deben transformar en alguna de las figuras vigentes o liquidarse.

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| INVERSIONES EN FONDOS DE CAPITAL PRIVADO QUE TENGAN POR FINALIDAD INVERTIR EN EMPRESAS O PROYECTOS PRODUCTIVOS, INCLUIDOS LOS FONDOS QUE INVIERTEN EN FONDOS DE CAPITAL PRIVADO, CONOCIDOS COMO "FONDOS DE FONDOS". LAS AFP PUEDEN ADQUIRIR COMPROMISOS PARA PARTICIPAR O ENTREGAR DINERO, SUJETOS A PLAZO O CONDICIÓN, PARA REALIZAR LA INVERSIÓN PREVISTA EN ESTE NUMERAL | | X | X | X | X | X |
| TÍTULOS DE DEUDA CUYO EMISOR, GARANTE, ACEPTANTE U ORIGINADOR DE UNA TITULARIZACIÓN SEAN BANCOS DEL EXTERIOR, COMERCIALES O DE INVERSIÓN | X | X | X | X | X | X |
| TÍTULOS DE DEUDA CUYO EMISOR, GARANTE U ORIGINADOR DE UNA TITULARIZACIÓN SEAN ENTIDADES DEL EXTERIOR DIFERENTES A BANCOS | X | X | X | X | X | X |
| TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS O GARANTIZADOS POR ORGANISMOS MULTILATERALES DE CRÉDITO | X | X | X | X | X | X |
| PARTICIPACIONES EN FONDOS REPRESENTATIVOS DE ÍNDICES DE RENTA FIJA, INCLUIDOS LOS ETFS (POR SUS SIGLAS EN INGLÉS EXCHANGE *TRADED FUNDS)* Y PARTICIPACIONES EN FONDOS MUTUOS O DE INVERSIÓN INTERNACIONALES *(MUTUAL FUNDS)* O ESQUEMAS DE INVERSIÓN COLECTIVA QUE TENGAN ESTÁNDARES DE REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN EQUIVALENTES A LOS DE ÉSTOS, QUE TENGAN POR OBJETIVO PRINCIPAL INVERTIR EN TÍTULOS DE DEUDA | X | X | X | X | X | X |
| PARTICIPACIONES EN FONDOS REPRESENTATIVOS DE ÍNDICES DE *COMMODITIES,* DE ACCIONES, INCLUIDOS LOS ETFS (POR SUS SIGLAS EN INGLÉS EXCHANGE *TRADED FUNDS),* PARTICIPACIONES EN FONDOS REPRESENTATIVOS DE PRECIOS DE *COMMODITIES* Y FONDOS MUTUOS O DE INVERSIÓN INTERNACIONALES *(MUTUAL FUNDS)* O ESQUEMAS DE INVERSIÓN COLECTIVA QUE TENGAN ESTÁNDARES DE REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN EQUIVALENTES A LOS DE ÉSTOS, QUE TENGAN POR OBJETIVO PRINCIPAL INVERTIR EN ACCIONES O SEAN BALANCEADOS, ENTENDIENDO POR ESTOS ÚLTIMOS AQUELLOS QUE NO TENGAN COMO OBJETIVO PRINCIPAL INVERTIR EN ACCIONES O EN TÍTULOS DE DEUDA | | X | X | X | X | X |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| ACCIONES EMITIDAS POR ENTIDADES DEL EXTERIOR O CERTIFICADOS DE DEPÓSITOS NEGOCIABLES REPRESENTATIVOS DE DICHAS ACCIONES (ADR´s Y GDR´s) | X | X | X | X | X | X |
| PARTICIPACIONES EN FONDOS DE CAPITAL PRIVADO CONSTITUIDOS EN EL EXTERIOR, INCLUIDOS LOS FONDOS QUE INVIERTEN EN FONDOS DE CAPITAL PRIVADO, CONOCIDOS COMO "FONDOS DE FONDOS" | | X | X | X | | X |
| DEPÓSITOS A LA VISTA EN ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO NACIONALES, INCLUYENDO LAS SUCURSALES DE ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO NACIONALES EN EL EXTERIOR | X | X | X | X | X | X |
| DEPÓSITOS REMUNERADOS EN EL BANCO DE LA REPÚBLICA | X | X | X | X | X | X |
| DEPÓSITOS A LA VISTA EN BANCOS DEL EXTERIOR | X | X | X | X | X | X |
| OPERACIONES DE REPORTO O REPO ACTIVAS Y OPERACIONES SIMULTÁNEAS ACTIVAS SOBRE ACTIVOS ADMISIBLES | X | X | X | X | X | X |
| OPERACIONES DE REPORTO O REPO ACTIVAS Y OPERACIONES SIMULTÁNEAS ACTIVAS CELEBRADAS A TRAVÉS DE SISTEMAS DE NEGOCIACIÓN DE VALORES DE LA BOLSA MERCANTIL DE COLOMBIA SOBRE CERTIFICADOS DE DEPÓSITO DE MERCANCÍAS (CDM) | X | X | X | X | X | X |
| INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS CON FINES DE COBERTURA | X | X | X | X | X | X |
| INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS CON FINES DE INVERSIÓN | X | X | X | X | | X |
| PRODUCTOS ESTRUCTURADOS DE CAPITAL PROTEGIDO | | X | X | X | | X |
| OPERACIONES DE TRANSFERENCIA TEMPORAL DE VALORES, SIEMPRE QUE LOS FONDOS DE PENSIONES OBLIGATORIAS Y DE CESANTÍA ACTÚEN COMO ORIGINADORES EN LAS MISMAS | X | X | X | X | X | X |

**Fuente:** Circular Básica Jurídica (fondos de pensiones voluntarias); Decreto 2555 de 2010 (fondos de pensiones obligatorias) y Decreto 4818 del 2009).

## 4.3 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 y se encuentran reguladas en el Decreto 2555 de 2010.

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.

VIII) 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 fondos de inversión colectiva.

# CAPÍTULO #3
# EMISIÓN Y OFERTA DE VALORES

Colombia Capital
Crezcamos Juntos

El mercado primario es aquel que se refiere a valores emitidos por primera vez y suscritos directamente del emisor, por parte de los inversionistas, por lo que no han sido objeto de negociación previamente; mientras que el mercado secundario se refiere a la negociación de valores que ya han sido objeto de una oferta, han sido previamente suscritos y se encuentran en circulación.

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.

# 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 decisión, 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 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 RNVE, 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 RNVE se describió en detalle en el capítulo sobre el SIMEV, en tanto que la información que debe suministrarse a la BVC para inscribir allí los valores y el emisor es la establecida en el Reglamento y 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 utilizando como mecanismo de adjudicación 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 OFERTAS PÚBLICAS

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 EN EL EXTRANJERO DE VALORES EMITIDOS POR EMISORES COLOMBIANOS

#### 3.1.1 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.

#### 3.1.2 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.

La oferta simultánea implica un procedimiento de autorización ante la Superintendencia Financiera en el cual los periodos de aceptación de la oferta en Colombia y en el exterior ocurren simultáneamente.

Este proceso puede ser más complejo y extenso que aquel donde se solicita autorización para una oferta exclusiva en Colombia, sucedido por una oferta en el exterior, o viceversa (la cual se explica a continuación) por la complejidad en la elaboración de dos prospectos de información que deben guardar simetría.

El emisor puede elaborar el prospecto de información en el idioma en el que las prácticas comerciales lo exijan y de conformidad con la legislación de los países en cuyo mercado se vaya a realizar. Sin embargo, los ejemplares que vayan a circular en Colombia deben contener en español la información con las menciones especiales que exigen la legislación colombiana según la clase de valor y demás aspectos que sean relevantes para los inversionistas nacionales.

El precio de suscripción puede ser fijado siguiendo mecanismos internacionalmente reconocidos, que deberán ser aceptados por la Superintendencia Financiera.

A la fecha, la única oferta pública simultánea en Colombia y en el exterior ha sido la realizada por Cementos Argos a mediados del año 2013 quien ofreció (i) acciones preferenciales en el mercado colombiano, y (ii) ADSs bajo la Regla 144/Regulación S en mercados internacionales, a través de un proceso de *book building*. La estructura de la oferta incluyó, también por primera vez en Colombia, una opción de greenshoe a favor de los colocadores internacionales. El monto de la emisión ascendió a USD$730 millones aproximadamente.

### 3.1.3 OFERTA PÚBLICA SUCESIVA EN COLOMBIA Y EN EL EXTERIOR

La oferta sucesiva puede realizarse primero en el exterior y luego en Colombia o viceversa.

#### I) Oferta Sucesiva primero en el Exterior y luego en Colombia:

Bajo esta alternativa, el emisor primero realiza la oferta de valores en el exterior y una vez concluya este proceso, ofrece en Colombia el remanente o el monto que elija la Junta Directiva (o el órgano corporativo competente). El proceso de fijación de precios en el exterior a través del mecanismo de book building serviría de base para la fijación el precio de suscripción en la oferta local.

Teniendo en cuenta que existe una oferta local, es necesario cursar el procedimiento de autorización ante la Superintendencia Financiera.

#### II) Oferta Sucesiva primero en Colombia y luego en el Exterior.

Esta alternativa supone que la oferta en el exterior se debe realizar de manera posterior a la oferta local de valores, es decir, una vez concluya y sea adjudicada en Colombia la oferta de valores.

De igual forma, en la medida en que se realiza una oferta local, se debe contar con la autorización de la Superintendencia Financiera para el efecto.

El precio de suscripción de los valores en el exterior puede ser fijado a través del mecanismo de book building según estándares internacionales.

### 3.2 OFERTA PÚBLICA EN COLOMBIA DE VALORES EMITIDOS POR EMISORES EXTRANJEROS

La regulación colombiana prevé la posibilidad de realizar ofertas públicas de valores emitidos por emisores extranjeros para que sean comprados en Colombia. Para poder realizar una oferta pública de valores emitidos por emisores extranjeros se exige el cumplimiento de los siguientes requisitos:

I) Los valores que vayan a ser ofrecidos en Colombia deben ser susceptibles de ser ofrecidos en el país de origen del emisor extranjero.

II) Los valores que vayan a ser ofrecidos en Colombia deben estar calificados por una o más agencias calificadoras de riesgo internacionalmente reconocidas a juicio de la Superintendencia Financiera o por una sociedad calificadora sometida a inspección y vigilancia.

III) Cuando los valores que se vayan a ofrecer sean acciones, se deberá indicar en el prospecto los derechos que otorgan, la forma de ejercerlos y los derechos que tienen los inversionistas del país del emisor.

IV) Cuando los valores que se vayan a ofrecer sean títulos de contenido crediticio, deben ser a la orden o nominativos y designarse un administrador de la emisión domiciliado en Colombia.

V) El emisor debe tener inscritos valores en una o más bolsas de valores reconocidas internacionalmente a juicio de la Superintendencia Financiera de manera previa a la oferta. De lo contrario, debe cumplir con otros

requisitos, según establece el Decreto 2555 de 2010 que permitan acreditar la seriedad de su oferta ante la Superintendencia Financiera.

VI) Los valores a ser ofrecidos deben estar inscritos y/o autorizada su oferta pública en Colombia, si así lo requiere la jurisdicción de origen de los valores o del emisor.

Adicionalmente, las sucursales de entidades extranjeras que desarrollen actividades permanentes en Colombia que sean emisores y deseen realizar oferta pública de valores que otorguen a sus titulares derechos de contenido crediticio deben cumplir con los siguientes requisitos:

I) El período de operaciones de la sucursal en Colombia debe ser por lo menos de tres (3) años. Si no cumple con este requisito, deberá presentar a la Superintendencia Financiera un estudio de factibilidad económica, financiera y de mercado. En el evento en que la emisión cuente con el respaldo de su matriz, debe demostrarse que tiene valores inscritos en una o más bolsas de valores reconocidas internacionalmente a juicio de la Superintendencia Financiera.

II) El plazo de los valores ofrecidos debe ser mayor que el plazo de duración de los negocios del emisor en Colombia.

III) El prospecto de colocación y demás documentación soporte de la emisión deberá precisar inequívocamente si la emisión cuenta con el respaldo de la entidad extranjera y todos los datos principales acerca de esa entidad. Adicionalmente, deberá adjuntarse una opinión legal de un abogado autorizado para ejercer en el país de origen del emisor en donde se describa lo siguiente:

- El alcance de la obligación de la entidad extranjera que respalda total o parcialmente la emisión de la sucursal y si su obligación es solidaria o subsidiaria.

- El orden de prelación para que pago que tendrán los tenedores de los valores emitidos por la sucursal.

- La ley y la jurisdicción aplicable a la obligación de la entidad extranjera y el procedimiento para el cobro judicial o extrajudicial.

El emisor estará sometido a las obligaciones de actualización del RNVE previstas para las entidades colombianas. En caso de que la emisión de la sucursal cuente con el respaldo de una entidad del extranjero, ésta deberá cumplir a través de la sucursal con los deberes de información eventual y periódica.

La oferta pública inicial de valores emitidos por un emisor extranjero más reciente fue la realizada por Cemex Latam Holdings S.A, sociedad constituida en España. La oferta fue por un monto de COP$278.730.803.750.

# CAPÍTULO #4
# 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, a través de un sistema transaccional, o bien en el mercado bursátil mediante operaciones cruzadas o convenidas.

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 (aproximadamente, COP$13.767.520 al 13 de noviembre de 2013), se debe realizar obligatoriamente a través de sistemas de transacción de la BVC.

De acuerdo al Decreto 2555 de 2010, los siguientes casos están exceptuados de cumplir con la anterior obligación:

### 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.

Adicionalmente, de conformidad con la Circular 007 de 1998 de la Superintendencia Financiera, las siguientes operaciones están exceptuadas de la obligación de informar previamente a la Superintendencia Financiera para la inscripción del cambio de accionista y su porcentaje de participación en el libro de accionistas del respectivo emisor:

### I) Negociación de acciones en virtud de alguno de los siguientes actos o hechos jurídicos:

a Donaciones

b) Sucesiones

c) Órdenes Judiciales

d) Fusiones, Escisiones, Cesión de Activos y Pasivos.

e) Liquidación de sociedades conyugales y/o comerciales.

II) Negociación de acciones que representen el 2% o menos de las acciones en circulación, en virtud de actos o hechos jurídicos diferentes de los que se acaban de enunciar arriba

Luego de la inscripción del traspaso de las acciones en el libro de accionistas, el emisor deberá informar a la Superintendencia Financiera de las condiciones de la negociación de las acciones. Si como consecuencia de la negociación de las acciones, ésta representa para el vendedor o comprador directamente o en condición de beneficiario real, el 5% o más de las acciones en circulación del emisor, la Superintendencia Financiera la publicará como información relevante.

En cambio, si la negociación de acciones no corresponde con ninguno de los hechos o activos jurídicos enunciados anteriormente o corresponde a un monto superior al 2% de las acciones en circulación del emisor, se deberá informar a la Superintendencia Financiera de la operación previamente a la inscripción del cambio en el libro de accionistas.

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 mediante 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 - OPA

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 contraprestación 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 del 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 con por lo menos un 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 usando otro medio de pago.

- 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, además de la información que se debe reportar para la realización de los mismos.

## 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. Así las cosas, la Superintendencia de Industria y Comercio - SIC - ha identificado, que se está en presencia de una integración económica cuando quiera que haya cualquier acuerdo o transacción económica que resulte en la combinación de dos o más unidades de negocios bajo la dirección de un solo interés. De tal suerte, la SIC ha manifestado que las integraciones económicas pueden

revestir diversas formas jurídicas tales como fusiones, consolidaciones, o adquisición de control; en cualquier caso, la SIC ha sostenido que el asunto relevante es determinar si una vez realizada la integración, el número de participantes en el mercado relevante se ve disminuido.

Partiendo de lo anterior, de acuerdo con el artículo 9 de la Ley 1340 de 2009 *"las empresas que se dediquen a la misma actividad económica o participen en la misma cadena de valor, y que cumplan con las siguientes condiciones, estarán obligadas a informar a la Superintendencia de Industria y Comercio sobre las operaciones que proyecten llevar a cabo para efectos de fusionarse, consolidarse, adquirir el control o integrarse cualquiera sea la forma jurídica de la operación proyectada"*, siempre y cuando se cumplan las siguientes condiciones:

a) Cuando, en conjunto o individualmente consideradas, hayan tenido durante el año fiscal anterior a la operación proyectada ingresos operacionales o activos totales superiores a 150.000 salarios mínimos legales mensuales vigentes, o;

b) Cuando al finalizar el año fiscal anterior a la operación proyectada tuviesen, en conjunto o individualmente consideradas, activos totales superiores a 150.000 salarios mínimos legales mensuales vigentes.

En los eventos en que las partes de la operación cumplan con alguna de las dos condiciones anteriores pero en conjunto cuenten con menos del 20% mercado relevante, se entenderá autorizada la operación y solo se requerirá presentar una notificación ante la SIC. Cuando la participación sea mayor o igual al 20%, se requerirá de la aprobación previa por parte de la SIC para completar la operación.
En conclusión, para determinar si una integración particular debe ser reportada ante la SIC para su aprobación, se debe realizar el siguiente análisis:

a) Si las partes de la integración no se encuentran activas en el mismo mercado o en la misma cadena de valor en Colombia la operación no debe ser reportada. Si, por el contrario, las partes lo están se debe proceder al siguiente paso del análisis.

b) Si las partes de la integración tienen activos o ingresos operacionales en el año fiscal inmediatamente anterior a la operación que sumados arrojen una cifra inferior a la indicada anteriormente, la integración no debe ser reportada. Si, por el contrario, la cifra es superior se debe proceder al siguiente paso del análisis.

c) Si las partes de la operación tienen una participación de mercado local que sumada es inferior al 20%, la operación se entiende autorizada y sólo debe ser notificada a la SIC. Si por el contrario, las partes de la operación tienen una participación de mercado que sumada es igual o superior al 20%, la operación requerirá autorización previa de la SIC antes de que pueda ser completada.

### 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 relaciona 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 pre-acordar 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 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 fondos de inversión colectiva. Cuando la contraprestación de la OPA consista en valores, debe acreditarse lo siguiente:

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

b) 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, y 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 procederá a realizar la adjudicación, y, en el caso de 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 informará 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 corresponderá a una operación de bolsa en firme que debe compensarse y liquidarse. Una operación es en firme cuando 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 los sistemas 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.

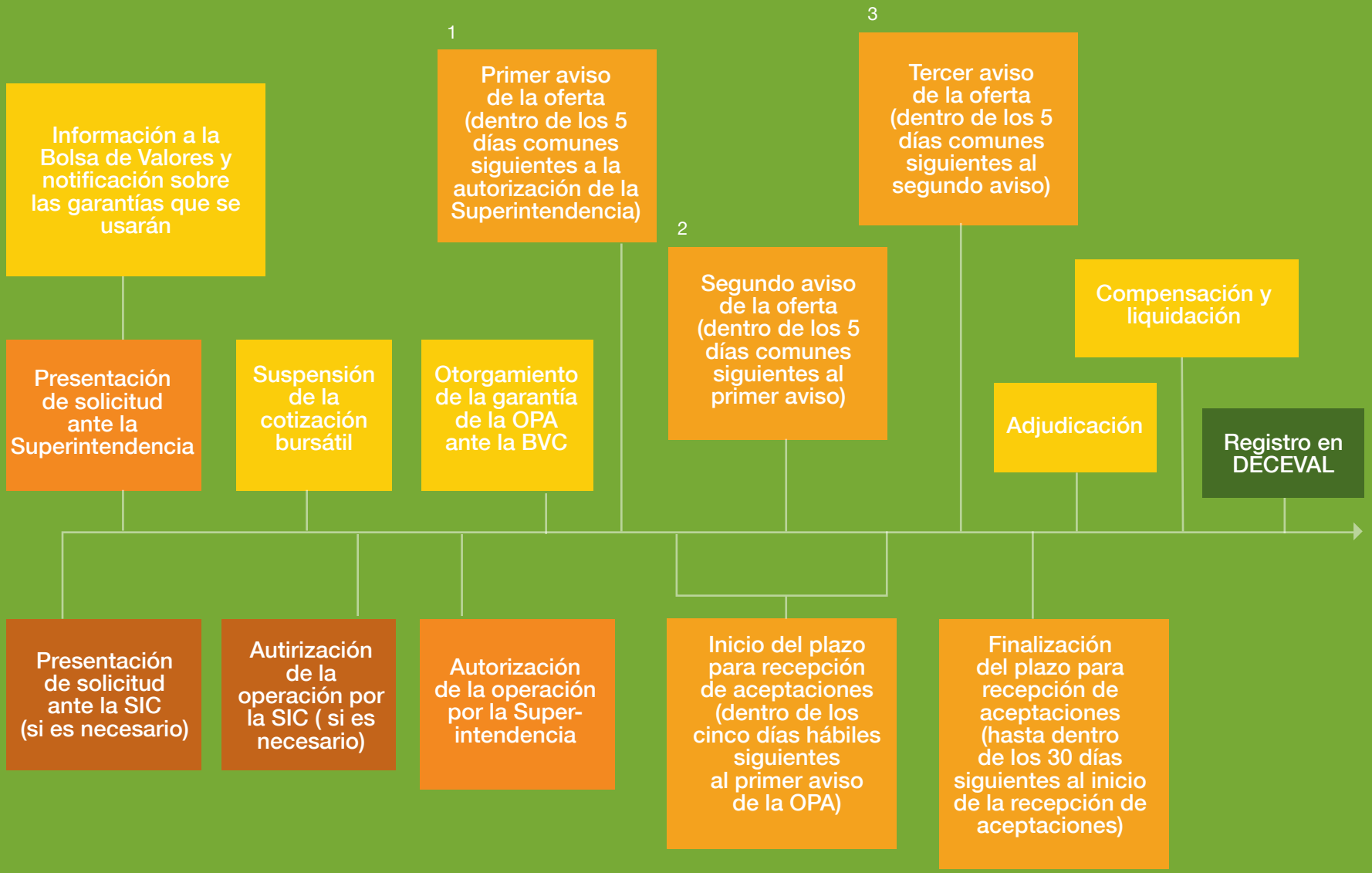
La compensación de OPA´s puede tener lugar mediante cualquiera de los siguientes mecanismos:

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 12. 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:

a) Acciones, valores convertibles en acciones o que otorguen derecho a su suscripción, valores que tengan como subyacente acciones o valores representativos de acciones.

b) Valores de deuda emitidos o garantizados por la Nación.

c) Valores de deuda emitidos o garantizados por un gobierno extranjero.

d) 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 que se encuentren 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 de deuda distintos de los emitidos o garantizados por la Nación, deba acreditarse, además, que el emisor o la emisión han sido calificados por una sociedad calificadora 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 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 superior al 90% del emisor, así como en el caso de la OPA obligatoria de desliste, el precio de la OPA es fijado por una entidad avaluadora independiente, aceptada por la Superintendencia Financiera.

### 2.4 CASOS ESPECIALES DE OPA

Aparte de la OPA obligatoria en virtud de la adquisición del 25% o más del capital con derecho a voto, o del incremento en un 5% o más por parte de un inversionista con un 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 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:

a) El precio de la contraprestación ofrecida sea superior en por lo menos un cinco por ciento (5%) al de la oferta anterior.

b) El número de valores que se pretende adquirir es superior en por lo menos un cinco por ciento (5%) con respecto al de la oferta anterior.

c) 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.

d) 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.

e) 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.

### 2.4.2 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.

### 2.4.3 OPA´S ESPECIALES PARA DETERMINADAS OPERACIONES.

Dentro de estos casos se encuentran las fusiones, adquisiciones de capital con derecho a voto superiores al 90% del emisor y la OPA obligatoria de desliste. En estos casos el precio de la OPA es fijado por un avaluador independiente autorizado por la Superintendencia Financiera.

### 2.4.4 OPA OBLIGATORIA EN CASO DE FUSIÓN.

Cuando, 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.

### 2.4.5 OPA OBLIGATORIA EN CASO DE ADQUISICIONES SUPERIORES AL 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.

### 2.4.6 OPA OBLIGATORIA DE DESLISTE

En caso de cancelación voluntaria de la inscripción de un emisor en la BVC, los accionistas que aprobaron 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 OPA en cuanto resulte compatible. Esta OPA de cancelación, también conocida como OPA de desliste, 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 avaluador.

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 adquirientes 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 adquirientes 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

| ASPECTOS 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 deberá realizarse a través de la BVC. A continuación se describen los pasos fundamentales para la realización de un martillo. Este procedimiento requiriere autorización previa de la Superintendencia de Industria y Comercio si así lo requieren las normas de competencia.

I) Los vendedores deben presentar solicitud escrita ante 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 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 5 días hábiles para dar respuesta a la solicitud de autorización.

III) Una vez emitida la autorización por la Superintendencia Financiera, debe presentarse ante 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 publicarán 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 suspenderá 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:

a) Un depósito en moneda legal colombiana consignado en la cuenta corriente bancaria de la BVC.

b) 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.

c) Cesión irrevocable a favor de la BVC de derechos en fondos de inversión colectivas administradas por sociedades fiduciarias que en su estructura correspondan a los anteriores fondos comunes, en la forma y términos que se establezca en los instructivos operativos del martillo.

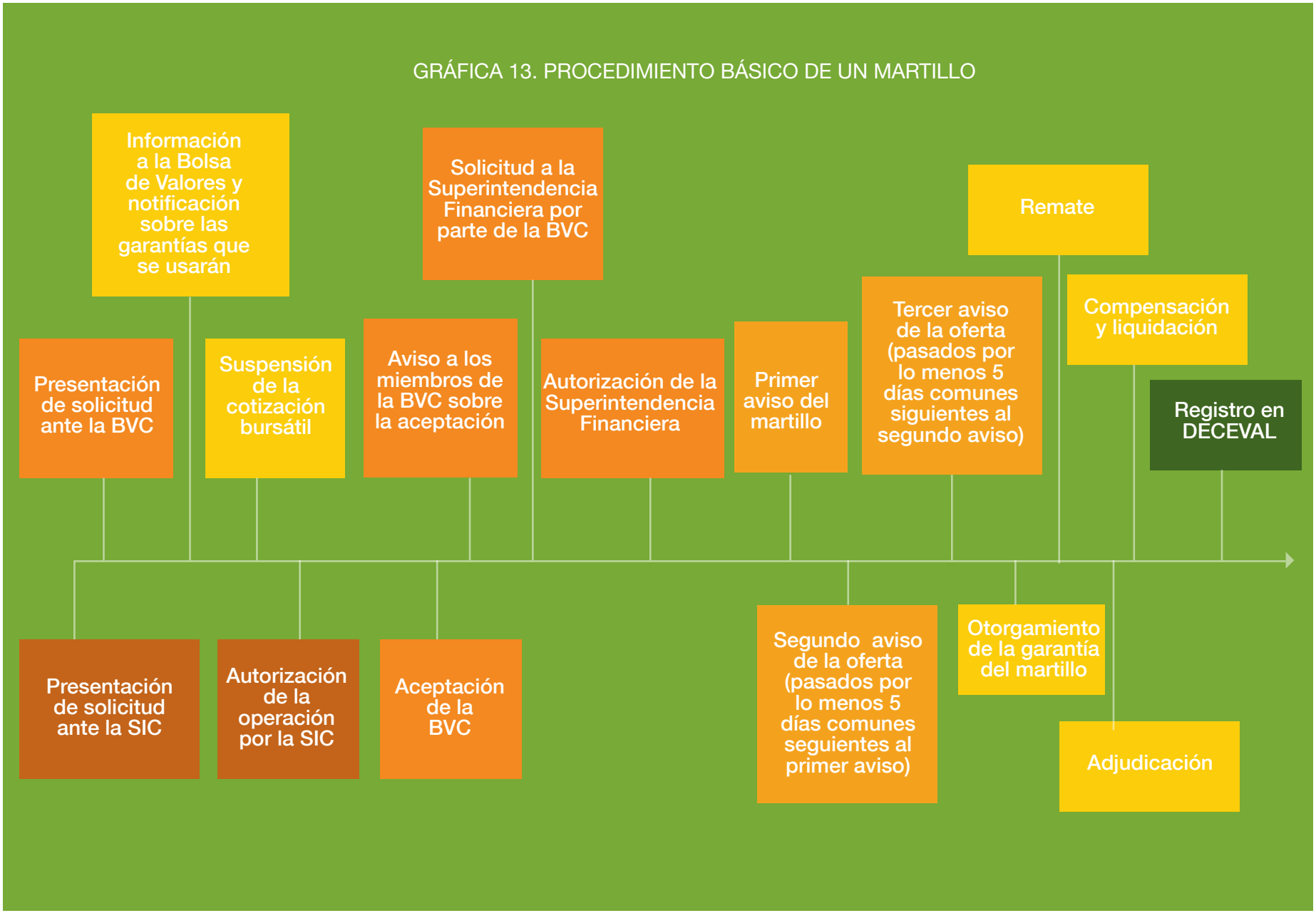
d) Cesión irrevocable a favor de la BVC de derechos en fondos de inversión colectiva administrados por comisionistas de bolsa cuya estructura corresponda a la de los anteriores fondos de valores abiertos, en donde la comisionista de bolsa administradora de la cartera colectiva debe ser distinta a la 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 2555 de 2010, 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 13. 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, y;

II) 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 Comercio, las cuales comprenden las siguientes:

Una sociedad es subordinada a otra y, por lo tanto, ésta actúa como controlante de la primera, en los siguientes casos:

I) Cuando más del 50% de su 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 computarán 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 (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 aquél 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.

# CAPÍTULO #5
# 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 2004. Este documento agrupa en cinco 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.

Asimismo, 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 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 que 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 |

| | |
|---|---|
| **PERSONAS EXTERNAS AL EMISOR QUE NO SE CONSIDERAN INDEPENDIENTES** | 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 miembros no independientes.

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: (a) cuando se asegure que se logrará el número mínimo de miembros independientes exigido legal o estatutariamente, (b) cuando los estatutos del emisor hayan previsto que todos los miembros de la junta directiva deben tener la calidad de independientes, o (c) 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: (a) la comunicación escrita de cada candidato en la cual manifieste su aceptación para ser incluido en la correspondiente lista, y (b) 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 lo cual 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 cociente electoral.

El sistema de cociente electoral para miembros de junta directiva está previsto por el Código de Comercio, y sigue el siguiente procedimiento:

I) El cociente 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 declararán elegidos tantas personas cuantas veces quepa el cociente 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 decidirá aleatoriamente.

El siguiente ejemplo ilustra el procedimiento de elección por cociente 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 COCIENTE 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 cociente 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 COCIENTE 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 COCIENTE ELECTORAL

| LISTA | ELECCIÓN POR RESÍDUO | 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, 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 con por lo menos 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 Bueno 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 ejercicio 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 tuvieran 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 preveían 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.

## 1.4 ENCUESTA CÓDIGO PAÍS

Las recomendaciones del Código País son de adopción voluntaria, no obstante lo cual, si las mismas no son observadas, el emisor debe informar tal hecho a la Superintendencia Financiera. Antes de la expedición de la Circular Externa 007 de 2011, de forma opcional, el emisor podía explicar los motivos de su incumplimiento.

Con la expedición de la Circular Externa 007 de 2011,, se refuerza el sistema "cumpla o explique", pues exige a los emisores de valores inscritos en el RNVE, obligados a responder la encuesta del Código País, explicar además las razones por las cuáles no adoptaron las medidas pertinentes cuando la respuesta a la pregunta de la encuesta sea negativa.

Adicionalmente, la Circular Externa 007 de 2011 reitera la exigencia establecida en la regulación anterior, relacionada con la publicación de las respuestas a la encuesta como información relevante a través del sistema de información de la Superintendencia Financiera, por considerarla información relevante para el mercado.

El plazo para diligenciar y remitir la encuesta es del 8 al 30 de abril de cada año, en donde se deberá reflejar la situación del emisor frente a las recomendaciones del Código País durante el período comprendido entre enero y diciembre del año inmediatamente anterior.

Por otra parte, 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** | El Código País es aplicable a todos los emisores inscritos o que tengan valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, excepto:<br>**a)** La Nación<br>**b)** Los patrimonios autónomos administrados por sociedades fiduciarias<br>**c)** Los fondos de inversión colectiva que trata el Decreto 2555 de 2010<br>**d)** Las universalidades de la Ley 546 de 1999<br>**e)** Las entidades territoriales a que se refiere el artículo 286 de la Constitución Política<br>**f)** Los organismos multilaterales de crédito<br>**g)** Los gobiernos extranjeros y las entidades públicas extranjeras<br>**h)** Las sucursales de sociedades extranjeras y las entidades extranjeras |
| **ALCANCE** | El Código País se expidió bajo el principio "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 y en caso negativo, deben explicar la razón del incumplimiento, mediante el diligenciamiento y envío anual a la Superintendencia Financiera de la encuesta de mejores prácticas corporativas |

**ESTRUCTURA**

Las recomendaciones contenidas en el Código se refieren a los siguientes temas:

**i)** 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

**j)** 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

**k)** 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

**l)** 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

## 1.5. RECONOCIMIENTO EMISORES IR POR PARTE DE LA BVC

Al momento de realizar una inversión, especialmente cuando se trata de valores, es vital contar con la información suficiente y oportuna para tomar una decisión prudente y acertada de acuerdo con las circunstancias de mercado.

Para alcanzar el anterior objetivo, es imprescindible que el emisor cumpla con los siguientes requisitos: (I) el seguimiento de los estándares de gobierno corporativo, (II) establecer excelentes relaciones con los inversionistas, (III) suministrar toda la información que se considere relevante tanto para los inversionistas del emisor como al mercado en general, incluso aquella información adicional a la que obliga la regulación; así como contar con un canal de comunicación entre el emisor y el mercado.

De lo anterior, el emisor también resulta beneficiado, puesto que al adoptar buenas prácticas de gobierno corporativo, se posiciona en el mercado como una compañía que trasmite confianza, transparencia y credibilidad.

En virtud de lo anterior, la BVC otorga el Reconocimiento Emisores IR, a los emisores de valores que voluntariamente adopten ciertas prácticas de gobierno corporativo, relaciones con los inversionistas y revelación de información más allá de la que exige la regulación aplicable.

Los emisores inscritos en la BVC que deseen participar en el Reconocimiento Emisores IR deben remitir por medio de su representante legal un comunicado de solicitud con información que acredite al menos lo siguiente:

I) Datos de las personas encargadas de la función de relación con los inversionistas y dichas personas deberán reportar directamente al presidente o vicepresidente del emisor.

II) Declaración en la cual se certifique que dichas personas cuentan con las capacidades técnicas y comerciales suficientes para atender las consultas de los inversionistas en español e inglés.

Adicionalmente, para estos efectos se debe remitir el Anexo 49 de la Circular Única de la BVC diligenciado con la información acerca del emisor.

Cuando el Comité IR de la BVC, el órgano encargado de aprobar el otorgamiento del reconocimiento Emisores IR, decrete dicho reconocimiento, el emisor debe cumplir con los siguientes requisitos trimestralmente:

a) Realizar un evento trimestral de entrega de resultados

b) Publicar el documento utilizado para el evento de entrega de resultados

c) Publicar del audio o transcripción de la presentación efectuada en el evento de entrega de resultados.

Una vez cumpla con aquellos requisitos, el Emisor IR tiene la posibilidad de utilizar dicha marca registrada por la BVC como herramienta de mercadeo o publicidad, entre otros, para que sea incorporada por ejemplo, en sus presentaciones corporativas y material publicitario.

No obstante, el Reconocimiento Emisor IR por parte de la BVC no constituye por sí mismo una certificación sobre la bondad de los valores inscritos ni sobre la solvencia del emisor.

La iniciativa de la BVC en crear este tipo de reconocimiento ha mostrado ser muy exitosa, prueba de ello es el número de emisores a los cuales la BVC le ha otorgado el Reconocimiento Emisores IR; los cuales se indican en la tabla a continuación.

## TABLA 28. EMISORES A LOS QUE SE LES HA OTORGADO EL RECONOCIMIENTO EMISORES IR CON VIGENCIA AL 29 DE AGOSTO DE 2013

| | |
|---|---|
| Almacenes Éxito | Bancolombia |
| Banco Davivienda | Banco de Bogotá |
| Bbva Colombia | Bolsa de Valores de Colombia |
| Canacol Energy | Celsia |
| Cementos Argos | Cemex Latam Holdings |
| Codensa | Construcciones El Cóndor |
| Constructora Conconcreto | Ecopetrol |
| Emgesa | Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá (ETB) |
| Empresas Públicas de Medellín | Grupo Argos |
| Grupo Aval | Grupo Inversiones Suramericana |
| Grupo Nutresa | Grupo Odinsa |
| Interconeción Eléctrica (ISA) | Isagen |
| Organización Terpel | Pacific Rubiales |
| Promigas | Sociedad de Inversiones en Energía |
| Titularizadora Colombiana | |

**Fuente:** Bolsa de Valores de Colombia.

## 2. OTROS MECANISMOS DE PROTECCIÓN DE LOS INVERSIONISTAS

La Ley 964, 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, la Ley 964, 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.

Asimismo, tanto la legislación comercial como la legislación de valores contemplan estándares relativos a los derechos de los suscriptores de acciones inscritas en el RNVE, derechos de los tenedores de bonos, normas sobre conflicto 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 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, el Decreto 2555 de 2010 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 cualquiera de las siguientes opciones: (a) el reembolso del crédito; (b) 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 (c) 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 del 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 RNVE, 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, ninguno de los cuales puede privilegiar en atención a sus obligaciones legales o contractuales. A título enunciativo, el Decreto 2555 de 2010 dispone que una conducta implica conflicto de interés cuando:

I) Conlleva 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: (a) 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; ó, (b) 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:

(a) afectar la libre formación de los precios en el mercado de valores

(b) manipular el precio o la liquidez de determinado valor

(c) aparentar ofertas o demandas de valores

(d) disminuir, aumentar, estabilizar o mantener, artificialmente, el precio o la oferta o la demanda de determinado valor

(e) obstaculizar la posibilidad de otros para interferir ofertas sobre valores

(f) 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 Superintendencia de Valores ordenó suspender de inmediato 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 29. 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 parezca 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 |

| | |
|---|---|
| **CONDUCTAS CONSIDERADAS COMO CONTRARIAS A LOS DERECHOS DE REPRESENTACIÓN DE LOS 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:<br><br>**I)** Sugerir o determinar el nombre de quienes actuarán como apoderados en las asambleas a los accionistas<br><br>**II)** Recomendar a los accionistas que voten por determinada lista<br><br>**III)** Sugerir, coordinar o convenir con cualquier accionista o con cualquier representante de accionistas la presentación en la asamblea de propuestas que hayan de someterse a su consideración<br><br>**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 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 |
| **MEDIDAS OBLIGATORIAS DE SANEAMIENTO POR PARTE DE LOS ADMINISTRADORES DE EMISORES DE VALORES** | 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 |

## 2.6. ESTATUTO DEL CONSUMIDOR FINANCIERO (LEY 1328 DE 2009)

El Estatuto del Consumidor Financiero ("ECF") tiene como objeto establecer los principios y reglas que rigen la protección de los consumidores del sistema financiero, del mercado de valores y asegurador en las relaciones de estos y las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera.

El ECF enuncia los derechos de los consumidores financieros y establece las prohibiciones a las entidades vigiladas, introduciendo cambios importantes al régimen legal de las actividades del sector financiero, del mercado de valores y asegurador, con la finalidad de que estas normas velen por la protección al consumidor financiero y que tengan el efecto de reequilibrar las cargas contractuales en la relación entre el cliente y la entidad vigilada.

Adicionalmente, el ECF prevé que las entidades vigiladas deben contar con un Sistema de Atención al Consumidor Financiero que deberá procurar por el acatamiento de todas las normas previstas en dicho estatuto y con un Defensor del Consumidor Financiero con la suficiente autonomía e independencia para ejercer la vocería de los consumidores financieros y actuar como conciliador entre el consumidor financiero y la respectiva entidad.

# CAPÍTULO #6
# INVERSIONISTAS Y PRODUCTOS EXTRANJEROS

Este capítulo se refiere a (I) la inversión extranjera en el mercado de valores, y (II) el ofrecimiento y promoción de productos y servicios del mercado de valores del exterior 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.

De conformidad con lo establecido en el Decreto 2080 de 2000, modificado por el Decreto 4800 de 2010, Estatuto de Inversión Extranjera de Colombia, se considera **inversión extranjera directa:** (I) la adquisición de participaciones, acciones, cuotas sociales, aportes representativos del capital de una empresa o bonos obligatoriamente convertibles en acciones; (II) la adquisición de derechos o participaciones en negocios fiduciarios celebrados con sociedades fiduciarias sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera, cuyo objeto no sea la inversión en valores que sean considerados como inversión de portafolio; (III) la adquisición de inmuebles, directamente o mediante la celebración de negocios fiduciarios, o como resultado de un proceso de titularización inmobiliaria de un inmueble o de proyectos de construcción; (IV) los aportes que realice el inversionista mediante actos o contratos, tales como los de colaboración, concesión, servicios de administración, licencia o aquellos que impliquen transferencia de tecnología, cuando ello no represente una participación en una sociedad y las rentas que genere la inversión para su titular dependan de las utilidades de la empresa; (V) las inversiones suplementarias al capital asignado de las sucursales y (VI) la adquisición de 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 valores inscritos en el RNVE en participaciones en fondos de inversión colectiva, así como la inversión en valores listados en los sistemas de cotización de valores del extranjero.

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 la presente sección es la inversión extranjera de portafolio y, con ese propósito, a continuación se describen los principales aspectos regulatorios aplicables a: el inversionista extranjero y al administrador local.

## 1.1. EL INVERSIONISTA EXTRANJERO

El inversionista extranjero es la persona natural o jurídica, o patrimonio autónomo, titular de la inversión extranjera directa o de portafolio que tiene, en virtud del adecuado registro de su inversión, derecho a:

I) Reinvertir las utilidades o retener en el superávit las utilidades no distribuidas con derecho a giro;

II) Capitalizar las sumas con derecho a giro, 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. EL ADMINISTRADOR LOCAL

En el caso de las inversiones de portafolio, los administradores locales (que solamente pueden ser: (I) comisionistas de bolsa, (II) sociedades fiduciarias o (III) sociedades administradoras de inversión) hacen las veces de representantes de los inversionistas del exterior de portafolio, y son quienes deben cumplir con las siguientes obligaciones:

I) Tributarias;

II) Cambiarias (que incluye la obligación de cumplir con los registros cambiarios y por ejemplo, registro, sustitución y cancelación de la inversión extranjera).

III) De información que deba suministrar a las autoridades cambiaria o de inspección y vigilancia;

IV) Las demás que señale la autoridad de inspección y vigilancia en ejercicio de sus facultades.

En ejercicio de la administración, el administrador local podrá realizar las operaciones del mercado monetario a las que se refieren los artículos 2.36.3.1.1, 2.36.3.1.2 (operaciones simultáneas) y 2.36.3.1.3 (operaciones de transferencia temporal de valores) del Decreto 2555 de 2010 o constituir las garantías que se requieran para el efecto.

Igualmente, pueden realizar operaciones con instrumentos financieros derivados y constituir las respectivas garantías.

Asimismo, en virtud de lo dispuesto en el Estatuto de Inversión Extranjera, los administradores locales pueden constituir las garantías requeridas para el cumplimiento de las operaciones aceptadas por una cámara de riesgo central de contraparte sometida a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera; y pueden realizar las actividades y cumplir con las obligaciones a su cargo ante los miembros a través de los cuales participen en la compensación y liquidación y ante tales cámaras de conformidad con lo establecido en los respectivos reglamentos. Con este propósito, los administradores locales también están facultados para mantener los recursos necesarios para la liquidación de tales operaciones o para la constitución y ajuste de las respectivas garantías en cuentas corrientes, en cuentas de ahorro o en cualquier otro mecanismo que sea autorizado para el efecto por la Superintendencia Financiera.

## 1.3. ASPECTOS CAMBIARIOS RELACIONADOS CON LA INVERSIÓN EXTRANJERA DE PORTAFOLIO EN COLOMBIA

La inversión de capital del extranjero en Colombia es una operación de obligatoria canalización, motivo por el cual este 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.

Para registrar la inversión extranjera ante el Banco de la República, salvo las excepciones previstas en el Régimen de Cambios Internacionales, el inversionista debe canalizar la transferencia de las divisas a través del mercado cambiario mediante el diligenciamiento de un Formulario No. 4 "Declaración de cambio por inversiones internacionales". Por regla general, la inversión se entenderá registrada de manera automática ante el Banco de la República con la presentación del Formulario No. 4.

## 1.4. INVERSIÓN DE PORTAFOLIO - ADR's Y GDR's

### I) Aspectos generales

Los ADR's *(American Depository 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. De manera similar, los GDR se traducen en certificados emitidos en más de un país por entidades financieras autorizadas, de forma tal que ser titular de un GDR equivale igualmente a ser titular del número de acciones o bonos convertibles en acciones representado en tal certificado de depósito.

En el proceso de emisión y colocación de ADR y GDR intervienen fundamentalmente los siguientes agentes:

I) El emisor local de los valores que serán representados por los certificados o recibos de depósito.

## II) 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.

## III) El custodio

Entidad que recibe los valores subyacentes a los recibos de depósito con el fin de custodiarlos por cuenta del depositario.

## IV) Inversionistas

Personas que suscriben 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 ADR's o GDRs (conforme a las instrucciones específicas que se detallan en el contrato de depósito), y recibe y distribuye, entre los tenedores de los ADR's o GDR's 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's en el país que corresponda.

De esta forma, los ADR's y GDR's permiten a los inversionistas extranjeros invertir en valores de jurisdicciones distintas sin considerar las regulaciones cambiarias y tributarias del país de origen del emisor.

## V) Niveles de implementación

Hay cuatro niveles mediante los cuales se puede establecer un programa de ADR's, los cuales varían fundamentalmente en términos de la información que debe ser revelada al mercado y en 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)*. 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 ADR' s. 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 Formulación F-6, se deben cumplir las siguientes obligaciones de revelación de información:

a) 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.

b) Presentación de reportes anuales (Formulario F-20).

c) 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:

Presentar el Formulario F-6, para registrar los ADR ante la SEC.

a) 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.

b) Registrar el formulario 20-F.

c) 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 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 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 anteriores 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 (INSCRIP-CIÓN EN EUA Y OFERTA PÚBLICA) | NIVEL 4 (COLO-CACIÓN 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 |

### VI) Aspectos cambiarios

Es importante tener en cuenta que, de conformidad con lo establecido en la Circular Reglamentaria Externa DCIN 83 expedida por el Banco de la República, al momento del reintegro al mercado cambiario de las divisas por parte de la sociedad colombiana que emite los valores, respecto de los cuales una entidad financiera del exterior realiza la emisión de programas sobre certificados de depósitos negociables representativos de valores (ADR's o GDR's), se entenderá efectuado el registro de la inversión de capital del exterior de portafolio con la presentación de la Declaración de Cambio por Inversiones Internacionales (Formulario No.4).

## 2. PRODUCTOS Y SERVICIOS EXTRANJEROS

La legislación de valores autoriza de forma expresa a las entidades del exterior a desarrollar actividades para promover y publicitar servicios financieros, de reaseguros y del mercado de valores en Colombia y a residentes colombianos.

De acuerdo con el Decreto 2555 de 2010, las entidades financieras del exterior que pretendan ofrecer sus productos y servicios en Colombia deben sujetarse a las siguientes reglas dependiendo de los servicios o productos que pretende ofrecer, esto es, si pertenecen al sector financiero, de valores o reasegurador.

I) Las entidades financieras deben establecer una oficina de representación en Colombia;

II) Las entidades del mercado de valores del exterior deben establecer una oficina de representación o celebrar un contrato de corresponsalía con una comisionista de bolsa o corporación financiera; y

III) Las entidades reaseguradoras del exterior pueden inscribirse en el Registro de Reaseguradores y Correderos de reaseguro del Exterior ("REACOEX") a cargo de la Superintendencia Financiera o establecer una oficina de representación cuya autorización por parte de la Superintendencia Financiera conlleva a la inscripción en REACOEX.

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 actividades permitidas y prohibidas de los corresponsales y de las oficinas de representación, (III) las reglas aplicables a la constitución, funcionamiento y excepciones a la apertura de las oficinas de representación y los contratos de corresponsalía, y (VI) los deberes generales 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, 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 corresponsalía.

Sin embargo, la regulación aplicable a las oficinas de representación y a los contratos de corresponsalía no define en qué casos se entiende que una entidad extranjera promueve uno u otro servicio.

No obstante lo anterior, la Ley 964 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 las siguientes todas aquellas que la ley o el Gobierno determine como tales, siempre y cuando constituyan actividades de captación, manejo e inversión de recursos del público mediante valores. De acuerdo con la Ley 964, 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 fondos de inversión colectiva.

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 corresponsalía con una comisionista de bolsa o una corporación financiera.

De otra parte, los servicios financieros son aquellos regulados principalmente en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero. Particularmente los servicios bancarios, son aquellos que dicho estatuto prevé como propios de los establecimientos de crédito. Dichos servicios bancarios 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 | 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.
**Los bancos comerciales y las compañías de financiamiento, sólo en los casos expresamente autorizados por la ley.

## 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 financiera del exterior 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 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 y en el presente decreto. |

| | | |
|---|---|---|
| **ACTIVIDADES PERMITIDAS** | **Actividades promocionales** | 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. |
| **ACTIVIDADES PROHIBIDAS** | **Actividades prohibidas relacionadas con la prestación directa o en representación de servicios financieros** | 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** | 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. |
| | **Prohibiciones comunes** | 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. |

Actualmente, en Colombia las comisionistas de bolsa que tienen un contrato de corresponsalía vigente con instituciones del mercado de valores del exterior son las siguientes:

## TABLA 33. COMISIONISTAS DE BOLSA CON CONTRATOS DE CORRESPONSALÍA CON INSTITUCIONES DEL MERCADO DE VALORES DEL EXTERIOR

| COMISIONISTAS DE BOLSA | Instituciones del Mercado de Valores del Exterior |
|---|---|
| ACCIONES Y VALORES S.A. | EFG Capital International LLC. |
| | Souza Barros Securities INC |
| AFIN S.A. | EFG Capital International LLC. |
| | Man Investments AG |
| | ING Pensiones y Cesantias |
| | ABN Amro Bank N.V. /RBS Bank |
| ALIANZA VALORES COMISIONISTA DE BOLSA S.A. | National Association of Securities Deders (NASD) |
| | EFG Capital International LLC. |
| | Gwn Group INC. |
| ASESORES EN VALORES S.A. | First American Capital and Trading Corporation "FACTC" |
| | Wallstreet Electronica INC. |
| ASESORÍAS E INVERSIONES S.A. | Aba Mercado de Capitales Casa de Bolsa |
| BBVA VALORES COLOMBIA S.A | N.A |
| BTG PACTUAL S.A. | Bulltick, LLC |
| | Ubs AG |
| | Casa 4Funds S.A. |
| | BTG Pactual US Capital |
| | BTG Pactual Cayman Branch |
| CASA DE BOLSA S.A. | Banco de Bogotá Panama S.A. |
| CITIVALORES S.A. | Smith Barney INC. |
| | Citigroup Global Markers INC. |
| | Citi International Financial Services CIFS |
| | Westem Asset Management Company |
| COMPASS GROUP S.A. | CG Compass (USA) LLC |
| COMPAÑÍA DE PROFESIONALES DE BOLSA S.A. | Trade Wire |
| CORREDORES ASOCIADOS S.A | Man Investments AG |
| | Wachovia Securities INC. (Ahora Wells Fargo) |
| | EFG Capital International LLC. |
| | Templeton Global Advisors |
| | Robeco Institutional Asset Management B.V. |
| | Larrain Vial S.A. |
| | Gwm Group INC |
| | Corredores Asociados Panamá S.A. |
| CREDICORP CAPITAL COLOMBIA S | Mfs International LTD. |
| | Ubs AG |
| | Deutsche Bank AG |
| | Man Investments AG |
| | Merrill lynch Pierce Fenner & Smith Incorporated |
| | Correval Casa de Valores Panamá |
| | Morgan Stanley & co. Incorporated (MS) |
| DAVIVALORES S.A. COMISIONISTA DE BOLSA | Global Investor Service L.C |

| | |
|---|---|
| **GLOBAL SECURITIES S.A.** | Global Strategic Investment LLC |
| | Saxo Bank A/S |
| | Grupo Privado de Inversiones S.A. |
| | Global Strategic Investments LLC. |
| **HELM COMISIONISTA DE BOLSA S.A** | Helm Bank Cayman Antes Credit Bank & Trust Company HFS |
| | Ultralat Securities INC |
| | Helm Casa de Valores de Panama S.A. |
| **LARRAIN VIAL COLOMBIA S.A.** | N.A |
| **SCOTIA SECURITIES COLOMBIA S.** | N.A |
| **SERFINCO S.A.** | MFS International LTD |
| | Assets Trust & Corporate Services INC |
| | Morgan Stanley Smith Barney LLC (MSSB) |
| | Jesup & Lamont Securities INC. |
| | Wegelin & CO. |
| | Providence Fund SPC |

**Fuente:** Superintendencia Financiera

A continuación se exponen las oficinas de representación que se han establecido en el exterior, discriminando según pertenezcan al mercado bancario, de valores o reasegurador.

## TABLA 34. OFICINAS DE REPRESENTACIÓN EN COLOMBIA

| | | |
|---|---|---|
| **INSTITUCIONES DEL MERCADO DE VALORES DEL EXTERIOR** | The Bank of Nova Scotia (Panamá) S.A. | Vectorglobal WMG INC. |
| | Mitsubishi UFJ Securities (USA), INC | Bulltick LLC |
| | Nomura Securities International INC | Pacific Investment Management Company LLC |
| | Hamilton Lane Advisors LLC | Smbc Nikko Securities America INC |
| | Harbourvest Partners LLC | Alternative Investment Strategies Management - Aism |
| | Ultralat Capital Markets, INC | Goldman, Sachs & CO |
| | Tranen Capital LTD. | Horsley Bridge Partners LLC |
| | Blackrock Fund Advisors | |
| | Hsbc Global Investment Fund | HSBC International Select Fund |
| **INSTITUCIONES FINANCIERAS DEL EXTERIOR** | Banco de Bogotá (Panamá) S.A. | Helm Bank Cayman |
| | BNP Paribas | Mercantil C.A. Banco Universal |
| | Commerzbank A.G. | Banesco, Banco Universal C.A. |
| | Colombian Santander Bank (Nassau) | Credit Agricole Corporate And Investment Bank, |

| | | |
|---|---|---|
| **INSTITUCIONES FINANCIERAS DEL EXTERIOR** | HSBC Bank USA N.A. | Barclays Bank PLC |
| | Credit Suisse AG | UPS Capital Business Credit |
| | Deutsche Bank A.G. | Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith INC. |
| | Euro Latinoamerican Bank P L C | Oficina de Representación del Banco Lafise Bancentro S.A. de Nicaragua, del Banco Lafise S.A. de Costa Rica y del Banco Lafise Panamá S.A. |
| | First Interstate International of California | credicorp bank s.a. |
| | The Bank of New York Mellon<br>Lloyds TSB Bank PLC<br>Société Générale | Multibank INC. |
| | Standard Chartered Bank | Mercantil Commercebank National Association |
| | Banco General S.A. | Helm Bank (Panamá) S.A. |
| | Banco Popular del Ecuador | Occidental Bank (Barbados) LTD |
| | Helm Bank USA | Sumitomo Mitsui Banking Corporation |
| | Banco Colpatria Cayman INC<br>UBS AG | The Royal Bank of Canada |
| | Banco Latinoamericano de Comercio Exterior S.A. – Bladex | Mizuho Corporate Bank Limited |

| | | |
|---|---|---|
| **INSTITUCIONES FINANCIERAS DEL EXTERIOR** | BBO International Private Bank INC. | Jpmorgan Chase Bank, National Association |
| | Bank of America National Association | The Bank of Tokyo - Mitsubishi UFJ, LTD. |
| | Itaú Unibanco S.A. | Wells Fargo Bank, National Association |
| | Banco Itaú BBA S.A. (Ibba) | Hsbc Bank (Panamá) S.A. |
| | Banco Itaú BBA International S.A. (Ibbai) | EFG Bank AG |
| | Banco de Crédito e Inversiones | Banco Corficolombia (Panamá) S.A. |
| | Banesco S.A. | Standard Bank PLC |
| | Caixabank S.A. | Banco de Crédito del Perú - BCP |
| | Bancolombia (Panamá) S.A. | Bancolombia Puerto Rico Internacional INC. |
| | Banco Davivienda S.A. Miami International Bank Branch | The Bank of Nova Scotia (Toronto - Canadá) |
| | Helm Bank (Panamá) S.A. | Banco Davivienda (Panamá) S.A. |
| | Bancolombia Miami Agency | Banco de Bogotá - New York Agency |
| | Banco de Bogotá - Miami Agency | Banco de Occidente (Panamá) |
| **INSTITUCIONES DEL MERCADO DE REASEGUROS** | Mitsui Sumitomo Insurance Company Limited | Mapfre Asistencia Compañía Internacional de Seguros Y Reaseguros S.A. |
| | Financial Insurance Company Limited | Catlin Insurance Company (UK) LTD |

| | | |
|---|---|---|
| **INSTITUCIONES DEL MERCADO DE REASEGUROS** | Markel Europe Public Limited Company | Hannover Rück Se Bogotá |
| | Liberty Syndicate Management Limited | Qbe del Itsmo Compañía de Reaseguros Inc. (Panamá) |
| | Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft Aktiengesellschaft In | Xl Re Latin America Ag |
| | München (Munich Re) | Mapfre Re, Compañía de Reaseguros S.a. |
| | Swiss Re Colombia - Oficina de Representación | Americana de Reaseguros C.a. |
| | Scor Se | |

**Fuente:** Superintendencia Financiera

## 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 instituciones financieras 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, o bien establecer una oficina de representación, respectivamente, 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 *(reverse solicitation)*.

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.

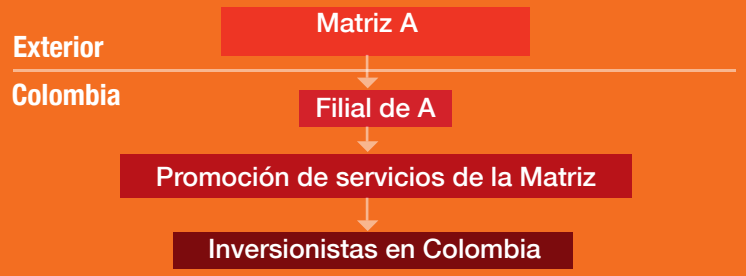
VII) Las filiales, subsidiarias o agencias establecidas en el extranjero de una institución financiera o del mercado de valores establecida en el país.

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 15.1. LAS FILIALES, SUBSIDIARIAS O AGENCIAS ESTABLECIDAS EN EL EXTRANJERO DE UNA INSTITUCIÓN FINANCIERA O DEL MERCADO DE VALORES ESTABLECIDA EN EL PAÍS

GRÁFICA 15.2. LA INSTITUCIÓN DEL EXTERIOR QUE TENGA UNA FILIAL ESTABLECIDA EN EL PAÍS AUTORIZADA PARA REALIZAR ACTIVIDAD FINANCIERA O DEL MERCADO DE VALORES




GRÁFICA 15.2.1. LA INSTITUCIÓN DEL EXTERIOR QUE TENGA UNA SUBSIDIARIA 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 2555 de 2010 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 descomponer en las siguientes:

a) Las filiales y subsidiarias de instituciones financieras del exterior cuya matriz tenga una oficina de representación en Colombia.

b) La institución financiera establecida en el extranjero que tenga una filial o subsidiaria con oficina de representación en Colombia.

c) Las filiales y subsidiarias de instituciones financieras de una entidad controlante en el extranjero, la cual tiene otras filiales o subsidiarias distintas de las primeras con oficina de representación en Colombia.

Estos casos se pueden resumir de la siguiente forma:

GRÁFICA 15.2.2. LAS FILIALES Y SUBSIDIARIAS DE INSTITUCIONES FINANCIERAS DEL EXTERIOR CUYA MATRIZ TENGA UNA OFICINA DE REPRESENTACIÓN EN COLOMBIA

GRÁFICA 15.2.3. LAS FILIALES Y SUBSIDIARIAS DE INSTITUCIONES FINANCIERAS 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. DEBER DE INFORMACIÓN DE LAS OFICINAS DE REPRESENTACIÓN Y DE LOS CORRESPONSALES

Las oficinas de representación, así como las comisionistas de bolsa y las corporaciones financieras que operen en el desarrollo de un contrato de corresponsalía celebrado con instituciones del mercado de valores del exterior

deben cumplir con ciertos deberes generales de reporte de información.

En desarrollo de su obligación de cumplir con los deberes generales de todo comerciante, teniendo en cuenta las particularidades de su naturaleza, deben:

I) Llevar un registro contable separado de los ingresos recibidos en moneda legal o extranjera y la discriminación de los gastos de funcionamiento, los cuales deben permanecer a disposición de la Superintendencia Financiera;

II) Conservar la correspondencia y demás documentos relacionados con sus actividades, que deben en todo caso estar a disposición de la SFC;

III) Inscribir en el registro mercantil todos los actos, libros y documentos respecto de los cuales la ley exija esa formalidad.

IV) Conservar un inventario de sus activos.

## 2.5. DEBER DE ASESORÍA PROFESIONAL CON LOS INVERSIONISTAS DE LAS OFICINAS DE REPRESENTACIÓN Y DE LOS CORRESPONSALES

Las oficinas de representación, así como las comisionistas de bolsa y las corporaciones financieras deben cumplir con el mandato de información y asesoría profesional a los clientes potenciales o actuales de la entidad del exterior.

Tanto las oficinas de representación como los corresponsales de la entidad del exterior (comisionistas o corporaciones financieras) deben informar a clientes actuales y potenciales, la calidad en la cual actúan.

En el caso particular de las oficinas de representación, éstas deben identificarse con un aviso expuesto al público en el cual anuncien su condición de oficina de representación de una institución financiera, reaseguradora o del mercado de valores del exterior.

En ambos casos, deben indicar con claridad en la papelería y los demás medios de identificación escrita que utilicen, indicar con claridad que se trata de una oficina de representación en Colombia, de la representación de una institución financiera, reaseguradora o del mercado de valores del exterior o de una actividad de corresponsalía y la entidad que va a prestar el servicio u ofrecer el producto promovido o promocionado.

En virtud de su deber de asesoría profesional y del mandato de información, las oficinas de representación y las comisionistas de bolsa o corporaciones financieras en desarrollo de contratos de corresponsalía, deben:

I) Ilustrar las condiciones financieras, jurídicas y contables de los servicios y productos que promocionan;

II) Indicar los mecanismos para presentar quejas y advertir que no cuentan con un Defensor del Consumidor Financiero en Colombia;

III) Señalar el alcance de su responsabilidad como Oficina de Representación o Corresponsales; y

IV) Señalar la responsabilidad que asume la institución del exterior frente a los servicios ofrecidos, si se encuentra bajo la supervisión de la autoridad de su país de origen y si cuenta con seguros que amparen posibles incumplimientos.

Además de lo anterior, deben informar a los clientes potenciales o actuales de las instituciones del exterior, los mecanismos disponibles para la presentación de quejas o reclamaciones relacionados con la actividad que desarrollan y advertir que los mismos no cuentan con un defensor del consumidor financiero en Colombia.

Las oficinas de representación y los corresponsales deben solicitar a sus clientes la constancia del cumplimiento del suministro de información mencionada anteriormente.

Las oficinas de representación, así como las comisionistas de bolsa y las corporaciones financieras en desarrollo de sus deberes especiales, deben:

I) Evitar que las operaciones de la entidad del exterior puedan ser utilizadas para el ocultamiento, manejo, inversión o aprovechamiento en cualquier forma de dinero proveniente de actividades delictivas, o para dar apariencia de legalidad a las actividades delictivas o a las transacciones y fondos vinculados con la misma; y

II) Abstenerse de efectuar o recibir, directamente o por interpuesta persona, dinero o valores en pago de operaciones realizadas por la institución del exterior, o cualquier otro acto que implique el ejercicio de actividades prohibidas por la regulación aplicable.

# CAPÍTULO #7

# 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) Las bolsas de valores;

II) Las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities;

III) Las bolsas de futuros y opciones;

IV) Los almacenes generales de depósito;

V) Los administradores de sistemas de compensación y liquidación de valores, contratos de futuros, opciones y otros;

VI) Los administradores de sistemas de negociación de valores y registro de operaciones;

VII) Los administradores de sistemas de pago de bajo valor;

VIII) Los administradores de sistemas de negociación y de registro de divisas y los administradores de sistemas de compensación y liquidación de divisas.

Este capítulo se refiere a las principales actividades de provisión de infraestructura y agentes encargados de realizarlas, de la siguiente forma: (I) la administración de sistemas de negociación de valores sistemas de negociación y registro de valores (II) la compensación y liquidación de valores, (III) los depósitos centralizados de valores, (IV) la actividad de custodia de valores, (V) la actuación como contraparte central de operaciones sobre valores y derivados que desarrollan las cámaras de riesgo central de contraparte, (VI) los proveedores de precios, y (VII) los formadores de liquidez del mercado 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, aunque no sean clasificados legalmente como proveedores de infraestructura.

# 1. SISTEMAS DE NEGOCIACIÓN Y REGISTRO DE VALORES

## 1.1. 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 cierren 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 de dichos sistemas, (III) los afiliados en sistemas de negociación o de registro de operaciones sobre valores, y (iv) el mercado integrado latinoamericano – MILA.

### 1.1.1. 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 35. 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 |
| | 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 |
| **REQUISITOS OPERATIVOS** | 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 bienes agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*; los depósitos centralizados de valores; los organismos de autorregulación; las sociedades administradoras de sistemas de intercambios comerciales del mercado mayorista de energía eléctrica; los organismos de autorregulación y las sociedades extranjeros cuyo objeto sea desarrollar la administración de bolsas de valores, de sistemas de negociación de valores o de sistemas de registro de operaciones sobre valores y sean reconocidas internacionalmente por ello, pueden ser beneficiarios reales del 100% del capital social del administrador de sistemas de negociación de valores o registro de valores.

### 1.1.2. 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 36. 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 |

| | |
|---|---|
| **DEBERES EN MATERIA DE REGISTRO** | 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 |

### 1.1.3. AFILIADOS

Las personas que tengan la intención de afiliarse a un sistema de negociación de valores o de registro de operaciones 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:

| | |
|---|---|
| **REQUISITOS DE INSCRIPCIÓN Y AFILIACIONES** | Estar inscrito en el RNAMV |
| | 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 |

### 1.1.4. MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO – MILA

El Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), creado en el año 2010 y que inició operaciones en el 2011, es una plataforma de transacción de títulos de renta variable compuesto por los valores inscritos en la Bolsa de Valores de Colombia, la Bolsa de Comercio de Santiago y la Bolsa de Valores de Lima. Con la creación del MILA se busca ofrecer mayor oferta de valores a los inversionistas y aumentar el volumen de transacciones de títulos de renta variable en el mercado latinoamericano.

Desde su creación, las operaciones acumuladas alcanzaron los USD$131.289.319, con un total de 4.268 operaciones. Los valores que más se han transado son los chilenos con USD$89.434.691 (68,12%), seguidos de los colombianos con un total de USD $29.828.549 (22,72%) y de los peruanos con USD $12.026.079 (9,16%).

Las principales características de MILA son las siguientes:

I) La integración de las tres bolsas de valores no implica una fusión corporativa entre ellas. De hecho, las bolsas de valores de los países miembros continúan perteneciendo a diferentes accionistas.

II) Básicamente cada bolsa de valores ha desarrollado una plataforma tecnológica independiente diseñada para operar de forma integrada a través de un protocolo único de comunicación.

III) Cada uno de los tres mercados es autónomo, esto significa que aunque exista una integración, cada mercado tiene su propio marco regulatorio y es administrado por su respectiva bolsa de valores.

IV) La transacción de los valores de renta variable se realiza en la moneda local de cada mercado a través de un intermediario local autorizado.

V) Por el momento, MILA cumple el propósito exclusivo de servir para la negociación de valores participativos.

La integración de las tres bolsas de valores ha sido estructurada en dos fases:

La Fase I, que comenzó en el 2009, consistió en una serie de acuerdos de cooperación e integración entre las bolsas de valores y las autoridades gubernamentales del mercado de capitales de cada país para de facilitar las transacciones sobre valores de renta variable.

La Fase II, que comenzó desde el 2011 y en la que actualmente se encuentran trabajando los países miembros, implica la realización de cambios sustantivos en las regulaciones y leyes de cada uno de los tres países miembros, con el fin armonizar las normas y procedimientos con respecto a la negociación de títulos de renta variable inscritos en un sistema de negociación.

Cuando la Fase II haya concluido; la negociación, compensación y liquidación de valores de renta variable será equivalente en los tres países miembros y las operaciones estarán completamente integradas. En este punto, los intermediarios de valores de los tres países no necesitarán de convenios entre ellos para completar una transacción sino que pueden intermediar directamente entre la parte compradora y vendedora.

Desde un punto de vista práctico, la realización de una transacción a través de MILA opera siguiendo los siguientes pasos:

I) El inversionista colombiano, chileno o peruano dirige una orden de compra de un título de renta variable inscrito en alguno de los otros países miembros a través de un intermediario local autorizado.

II) El intermediario local que ha recibido la orden de compra debe contar con un acuerdo de corresponsalía con un intermediario autorizado en el país donde se encuentra inscrito el título de renta variable para que actúe como su contraparte.

III) El intermediario que actúa como contraparte realizará el registro de transacción en el país donde se encuentre inscrito el valor objeto de negociación.

IV) El inversionista colombiano, chileno o peruano paga la compra de los títulos en la moneda de su respectivo país a través de una transferencia bancaria a la cuenta de su contraparte.

V) El intermediario local que ha recibido desde un principio la orden de compra debe cumplir con las obligaciones cambiarias.

VI) El intermediario que actúa como contraparte entregará al intermediario local las acciones y el registro se hará en la bolsa de valores en la que se encuentran inscritos los títulos.

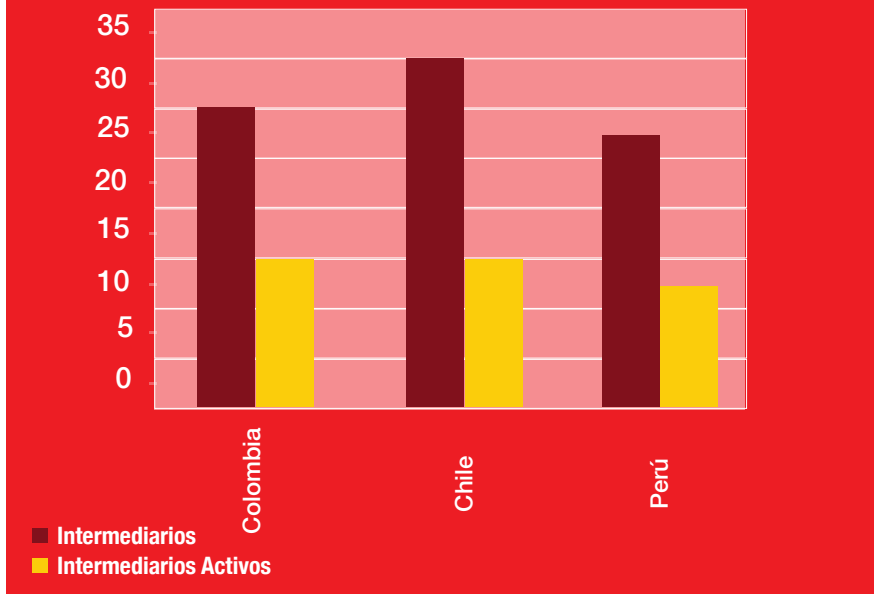
En consecuencia, MILA funciona como una plataforma que permite el libre comercio de acciones mediante el ruteo de órdenes entre las Bolsas de Colombia, Santiago y Perú.

Adicionalmente, la regulación admite la posibilidad de la realizar ofertas públicas iniciales de valores listados en cualquiera de los tres sistemas de negociación para que sean negociados a través de MILA. En este caso, el emisor y el intermediario local pueden realizar actividades de promoción de la oferta pública inicial en los países que hagan parte del convenio de integración.

Al cierre de septiembre de 2013, el MILA cuenta con quinientos cincuenta y cuatro (554) emisores inscritos en las respectivas bolsas de valores que conforma la integración. La anterior cifra es prueba de que se cumple con el cometido de ofrecer al inversionista una mayor oferta de valores.
Por otro lado, El MILA cuenta igualmente con un importante volumen de intermediarios activos y de convenios celebrados entre ellos. Para el mes de septiembre de 2013 existían treinta y cuatro (34) intermediarios activos con cuarenta y tres (43) convenios para reportar operaciones a través de la infraestructura MILA.

La siguiente gráfica muestra de la cantidad total de intermediarios que tiene cada país miembro y la cantidad que se encuentran activos en el MILA.

GRÁFICA 16.1. INTERMEDIARIOS CON CONVENIOS PARA REALIZAR TRANSACCIONES A TRAVÉS DEL MILA POR CADA PAÍS MIEMBRO

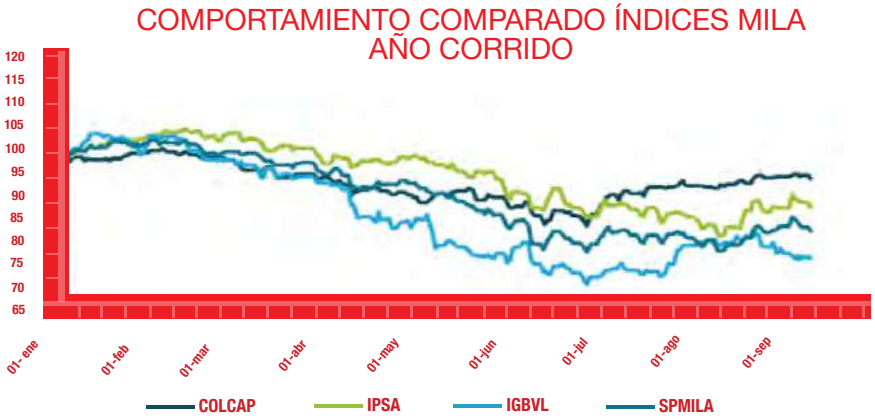



**Fuente:** Bolsa de Valores de Colombia.[14]

[14] http://www.mercadomila.com/

La siguiente gráfica expone la comparación del desempeño individual de cada uno de los países miembros, así como en su conjunto, por medio del indicador SP MILA.

GRÁFICA 16.2.COMPORTAMIENTO COMPARADO DE LOS ÍNDICES COLCAL, IPSA, IGVL Y SPMILA




**Fuente:** Bolsa de Valores de Colombia.

En lo corrido del año 2013, las acciones que han reportado las mayores transacciones en los mercados MILA han sido Ecopetrol con USD$3.196 millones, Cencosud S.A con USD$2.871 millones y AFP Cuprum S.A con USD$2.597 millones.

La siguiente gráfica muestra las diez sociedades cuyas acciones han sido las más negociadas en el MILA durante el 2013, diferenciando a su vez entre acciones de compañías colombianas, chilenas y peruanas.

Gráfica 16.3. ACCIONES MÁS NEGOCIADAS EN EL MERCADO MILA EN LO CORRIDO DEL 2013.
ÍNDICES COLCAL, IPSA, IGVL Y SPMILA

**Fuente:** Bolsa de Valores de Colombia.[15]

## 2. COMPENSACIÓN, LIQUIDACIÓN Y LOS DEPÓSITOS CENTRALIZADOS 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, lo cual se sigue de las etapas de compensación y liquidación propiamente dichas, según se describe a continuación:

[15] http://www.mercadomila.com/

### I) Etapa de confirmación

Una vez realizada la negociación, es necesario que comprador y vendedor están de acuerdo con 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:

a) Compensación bruta. Se reconocen las prestaciones de las partes con base en cada operación celebrada entre éstas, en caso de ser varias.
b) 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.
c) 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.

### 2.1. EL PRINCIPIO DE FINALIDAD EN LAS OPERACIONES SOBRE VALORES

De acuerdo con el principio de finalidad, las órdenes de transferencia de fondos o valores derivados 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 controles de riesgo establecidos en los reglamentos del respectivo sistema de compensación y liquidación los cuales deben ser aprobados por la Superintendencia Financiera.

### 2.2. LAS GARANTÍAS

Como complemento del principio de finalidad, la Ley 964 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 sufrirán ninguna alteración aún en el evento de que el otorgante sea objeto de un proceso de reorganización o de liquidación.

### 2.3. 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 supresión del documento físico que representa el valor y su sustitución 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.

## 3. EL DEPÓSITO CENTRALIZADO 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 RNVE 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.

### 3.1. 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.

Aslmismo, 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.

### 3.2. 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 será 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 lo informará a este último y la BVC procederá a comunicar la respectiva transferencia. En el evento en que la persona que actúe como mandatario ante el depósito sea un comisionista de bolsa, en el contrato de depósito se estipulará que las órdenes de transferencia se comunicarán 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.

### 3.3. PERFECCIONAMIENTO DEL DEPÓSITO

El contrato de depósito celebrado con los depósitos de valores se perfecciona mediante la figura del endoso en administración, es decir, la figura 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 considerará libre de gravámenes o embargos, y el depositante que lo haya entregado responderá 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.

# 4. LA ACTIVIDAD DE CUSTODIA DE VALORES

La custodia de valores es una actividad del mercado de valores por medio de la cual el custodio ejerce, como mínimo, el cuidado y la vigilancia de los valores y recursos en dinero sobre dichos valores, la compensación, la liquidación de las operaciones realizadas sobre dichos valores y la administración de los derechos patrimoniales que de ellos se desprende.

La actividad de custodia ha sido recientemente reformada, permitiendo un modelo de custodia diferente al DCV, y que ofrece un amplio espectro de servicios que antes no podían ser prestados por el custodio, apuntando a un esquema de mayor eficiencia.

Como se acaba de definir anteriormente, la función del custodio es como mínimo el cuidado y vigilancia de valores y dinero, en razón a que esas son las actividades que han sido calificadas como obligatorias. Además de las funciones obligatorias, el custodio podrá acordar con el custodiado llevar a cabo otros servicios que la regulación denomina como complementarios y especiales.

## 4.1. ENTIDADES AUTORIZADAS PARA EJERCER LA ACTIVIDAD DE CUSTODIA DE VALORES

Las entidades facultadas para ejercer la actividad de custodia de valores son las sociedades fiduciarias, y para ello deben obtener autorización de la Superintendencia Financiera. Así mismo, el custodio deberá celebrar con el custodiado el correspondiente contrato de custodia.

Para obtener dicha autorización, primero la sociedad fiduciaria debe registrarse en el RNAMV para la actividad de custodio, y luego cumplir con los siguientes requisitos:

I) Garantizar que al interior de la sociedad fiduciaria, sus distintas áreas y funciones y mecanismos para la toma de decisiones que sean susceptibles de generar conflicto de interés, estén separados decisoria, física y operativamente.

II) Acreditar capacidad administrativa y operativa para desarrollar el servicio de custodia de valores.

III) Establecer medidas administrativas para prevenir, administrar conflictos de interés y el uso indebido de información privilegiada.

IV) Disponer de medidas para la administración y control de riesgos relacionados con los sistemas informáticos y para asegurar la continuidad de su funcionamiento.

## 4.2. PRINCIPIOS QUE ORIENTAN LA ACTIVIDAD DE CUSTODIA DE VALORES

El Decreto 1243 de 2013 ha previsto expresamente los principios que rigen la actividad de custodia y que permiten interpretar toda su regulación aplicable. Tales principios especiales para la actividad de custodia son los siguientes:

### I) Independencia:

el ejercicio de la actividad de custodia requiere que las áreas, funciones y mecanismos de toma de decisiones susceptibles de entrar en conflicto de interés, se encuentren separadas decisoria, física y operativamente al interior del custodio.

### II) Segregación:

los valores recibidos en custodia constituyen un patrimonio independiente y separado de los activos propios del custodio, y de aquellos que éste custodie en virtud de otros negocios. De ninguna forma los activos custodiados por el custodio hacer parte de su patrimonio.

### III) Profesionalidad:

el custodio en el ejercicio de su actividad deberá actuar de manera profesional, con la diligencia exigible a un experto prudente y diligente en la custodia de valores.

## 4.3. SERVICIOS QUE PRESTA EL CUSTODIO

Como se mencionó anteriormente, el Decreto 1243 de 2013 dispone que los custodios de valores deben cumplir con unos servicios mínimos que denomina como obligatorios. Estos servicios obligatorios son los siguientes:

### 4.3.1. SERVICIOS OBLIGATORIOS

**TABLA 38.1. SERVICIOS OBLIGATORIOS QUE PRESTA EL CUSTODIO**

| | |
|---|---|
| **SALVAGUARDA DE LOS VALORES** | Custodia de valores y de recursos en dinero del custodiado para el cumplimiento de operaciones sobre dichos valores. |
| | Manejar las cuentas bancarias del custodiado, con el propósito de realizar la compensación y liquidación de operaciones que se realicen sobre los valores que son objeto de la actividad de custodia. |
| | Asegurar que la anotación en cuenta a nombre del custodiado sea realizada en un depósito de valores, o en un sub-custodio, según sea el caso. |
| **COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE OPERACIONES** | Participar desde la etapa de confirmación en el proceso de la compensación de operaciones sobre valores. |
| | Realizar las labores necesarias para liquidar definitivamente las operaciones sobre valores que haya ratificado el custodiado. Dicha liquidación implica el cargo o abono de dinero o valores de la cuenta del custodiado, así como las órdenes necesarias para realizar el pago asociado a la operación correspondiente. |
| **ADMINISTRACIÓN DE DERECHOS PATRIMONIALES** | Cobrar los rendimientos, dividendos y del capital asociados a los valores del custodiado. |

Cuando se trate de custodia sobre valores de fondos de inversión colectiva, el custodio deberá verificar el cumplimiento de las normas del reglamento, así como de los límites, restricciones y prohibiciones legales aplicables a las operaciones del fondo de inversión colectiva que versen sobre los valores custodiados.

### 4.3.2. SERVICIOS COMPLEMENTARIOS

En adición a los servicios obligatorios, el custodio y el custodiado pueden pactar la prestación de los siguientes servicios complementarios por parte del custodio:

**TABLA 38.2. SERVICIOS COMPLEMENTARIOS QUE PRESTA EL CUSTODIO**

| | |
|---|---|
| **ADMINISTRACIÓN DE DERECHOS POLÍTICOS** | Ejercer los derechos políticos inherentes a los valores objeto de custodia, de acuerdo con las instrucciones que le imparta el custodiado. |
| **VALORACIÓN** | Realizar la valoración de los valores objeto de custodia de acuerdo con lo dispuesto en las normas aplicables a dichos valores. |
| **TRANSFERENCIA TEMPORAL DE VALORES** | Obrar como agente del custodiado para la transferencia temporal de los valores objeto de custodia. En el desarrollo de este servicio el custodio deberá emplear los mecanismos que considere necesarios a efectos de garantizar el ejercicio de los derechos patrimoniales y políticos inherentes a los valores que se encuentren en ese momento bajo su propiedad, si cuenta con autorización para el ejercicio de estos últimos. |
| **OBLIGACIONES FISCALES Y CAMBIARIAS** | Cumplir con las obligaciones fiscales y cambiarias que se encuentren en cabeza del custodiado. |

Adicionalmente, el custodio es responsable únicamente de los servicios de custodia que le hayan sido confiados. Por los demás servicios complementarios restantes que no hayan sido pactados, el custodiado permanecerá siendo el responsable.

### 4.3.3. SERVICIOS ESPECIALES

Los servicios especiales que puede prestar el custodio de valores sólo pueden realizarse cuando se trate de la custodia de derechos de participación representativos de un fondo de inversión colectiva. En ese caso, el custodio y el custodiado pueden pactar, además de los servicios obligatorios y complementarios, los siguientes servicios que el Decreto 1243 de 2013 denomina como especiales.

I) Valoración del portafolio del fondo de inversión colectiva y sus participaciones.

II) Contabilidad del fondo de inversión colectiva custodiado.

Los servicios especiales de custodia deben ser prestados por parte de la misma entidad que presta al fondo de inversión colectiva custodiado, los servicios obligatorios y complementarios, cuando éstos últimos se hayan pactado.

## 5. LAS CÁMARAS DE RIESGO CENTRAL DE CONTRAPARTE - CRCC

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.

### 5.1. FUNCIONAMIENTO GENERAL

Las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte (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 17. FUNCIÓN GENERAL DE LAS CRCC

Las CRCC deben constituirse como sociedades anónimas, inscribirse en el RNAMV, 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 deriven 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, quienes 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 la CRCC pueden ser exigidas a través de un proceso ejecutivo.

## 5.2. 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 la 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 la 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 u sistema transaccional.

Los miembros liquidadores, por lo tanto, son entidades con responsabilidades directas frente a la 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 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.

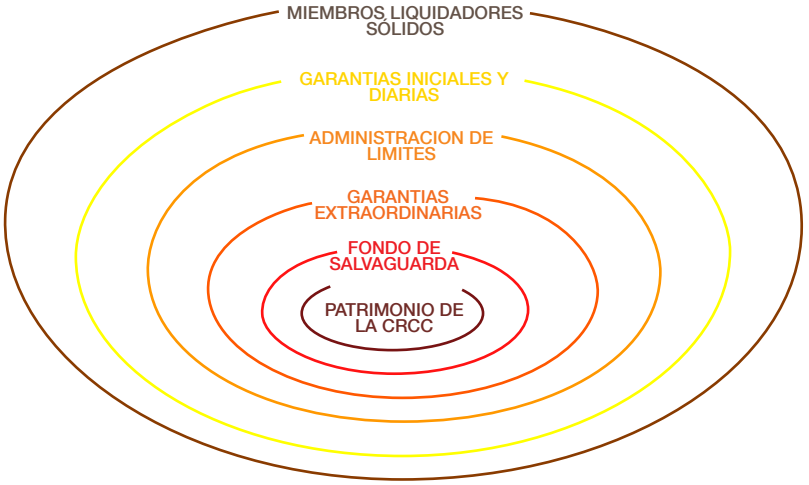
Teniendo en cuenta lo anterior, los intervinientes en operaciones compensadas y liquidadas a través de la CRCC se pueden resumir de la siguiente forma:

GRÁFICA 18. 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 la CRCC, y **(II)** la existencia de fondos especiales para la protección de la CRCC en desarrollo de su objeto, el patrimonio de dicha entidad está protegido por varios anillos de seguridad, según se muestra a continuación:

## GRÁFICA 19. NIVELES DE SEGURIDAD PATRIMONIAL DE LA CRCC




### 5.3. LA CRCC DE COLOMBIA

En desarrollo de las anteriores disposiciones, la Superintendencia Financiera, autorizó la constitución de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia S.A. (CRCC). Los socios de la Cámara están compuestos por proveedores de infraestructura, establecimientos de crédito y comisionistas de bolsa.

La CRCC tiene como órganos de gobierno la asamblea general de accionistas, la junta directiva, el comité de riesgos, el comité de auditoria, 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 CRCC 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 CRCC está conformada por quince (15) miembros, principales sin suplentes 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 cociente 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 cociente 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 CRCC, 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 CRCC 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 CRCC 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 a su suplente, si es el caso, tiene por la responsabilidad de representar a la CRCC ante los accionistas, ante terceros y ante las autoridades, celebrando y ejecutando todos los actos u operaciones comprendidos dentro del objeto de la CRCC, 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 CRCC se ajusten a los estatutos y a las decisiones de la asamblea general 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.

## 6. LOS PROVEEDORES DE PRECIOS

Los proveedores de precios para valoración cumplen la función de suministrar la información a las entidades sometidas a inspección y vigilancia por la Superintendencia Financiera para que éstas puedan valorar sus inversiones en todo tipo de derechos de contenido económico que conforman los portafolios de inversión o en fondos de inversión colectiva que administren.

La valoración de las inversiones tiene como objetivo principal el cálculo, registro contable y revelación al mercado, el precio al que los compradores y vendedores estarían dispuestos a realizar una transacción sobre el activo valorado, de acuerdo con las características de la inversión y las condiciones de mercado.

Para realizar la actividad de proveeduría de precios, los proveedores de precios deben crear y expedir metodologías y reglamentos de valoración con el fin de poder realizar la determinación y el suministro de información para la valoración de las inversiones.

Las metodologías que creen los proveedores de precios deben respetar unos parámetros mínimos establecidos por la Superintendencia Financiera; esta autoridad además se reserva el derecho de objetarlas y ordenar la aplicación de una metodología de valoración especial.

Los proveedores de precios también pueden prestar servicios de cálculo y análisis de variables o factores de riesgo como insumo para la medición de riesgos financieros necesarios en la gestión de activos y pasivos por parte de sus clientes. Igualmente, pueden desarrollar actividades complementarias para el adecuado cumplimiento de la actividad de proveeduría de precios en los mercados financieros, de conformidad con lo establecido en su reglamento.

La BVC, DECEVAL, los sistemas de compensación y liquidación de valores, CCRC y las sociedades calificadoras de valores, deben suministrar la información necesaria para que los Proveedores de Precios desarrollen su objeto social.

### 6.1. ESTRUCTURA DE LOS PROVEEDORES DE PRECIOS

### a) Junta Directiva

Las entidades que cumplan la función de proveeduría de precios deben contar con una junta directiva que debe cumplir con las funciones generales establecidas en el Código de Comercio para una junta directiva de una sociedad anónima y las siguientes funciones especiales:

I) Aprobar los reglamentos de los sistemas de valoración y las metodologías de valoración;

II) Designar como mínimo a cuatro (4) miembros del comité de valoración

del Proveedor de Precios de igual número de ternas propuestas por su representante legal; y

III) Las que ha designado la Superintendencia Financiera para el desarrollo de su objeto social.

### b) Comité de Valoración

Adicionalmente, los proveedores de precios deben contar con un comité de valoración el cual cuenta principalmente con la siguiente función de elaborar y proponer a la Junta Directiva los reglamentos de los sistemas de valoración y las metodologías de valoración y sus respectivas actualizaciones.

Los proveedores de recios no pueden discriminar a sus clientes en el suministro de información y proporcionar información con violación al Código del Régimen de Conflictos de Interés.

## 7. FORMADORES DE LIQUIDEZ DEL MERCADO DE VALORES

En Colombia, la denominación de "Formadores de Liquidez" fue establecida por medio del Decreto 2279 de 2010. La actual propuesta está basada en lo establecido por esta normatividad.

**¿Por qué un programa de creadores de mercado?**

I) Incrementar la liquidez y contribuir a la profundidad del mercado.

II) Proteger a los inversionistas minoritarios facilitando los mecanismos de salida del mercado.

III) Fomentar la eficiencia del desempeño de las acciones y demás valores de renta variable, incluyendo el aftermarket para emisiones primarias.

IV) Consolidar el mercado colombiano como un mercado elegible y de calidad a nivel internacional.

De conformidad con la regulación aplicable, las comisionistas de bolsa pueden actuar como formadores de liquidez del mercado de valores cuando intervengan de manera continua en las ruedas o sesiones de los sistemas de negociación de valores formulando posturas u órdenes de compra o venta en firme, con el objeto de otorgarle liquidez a los valores inscritos en el RNVE o listados en sistemas de negociación de valores del extranjero.

La BVC cuenta con un programa para actuar como formador de liquidez en el que se regulan todos los aspectos relacionados con las operaciones para la formación de liquidez de las acciones. Adicionalmente, los formadores de liquidez del mercado de valores se encuentran regulados por el Decreto 2555 de 2010 y la Circular Externa 025 de 2013 de la Superintendencia Financiera.

### 7.1. MECANISMOS PARA LA FORMACIÓN DE LIQUIDEZ

Los formadores de liquidez pueden realizar este tipo de operaciones a través de dos mecanismos:

### a) Empleando fondos propios

La Circular Externa 025 de 2013 de la Superintendencia Financiera indica que este mecanismo puede desarrollarse de dos maneras:

I) Contando con un contrato de liquidez sobre acciones con el emisor.

De acuerdo al reglamento de la BVC, dicho contrato consiste en que el promotor de liquidez se obliga a intervenir durante un tiempo determinado, empleado fondos provenientes del emisor o fondos propios, para proveer liquidez en el mercado a las acciones objeto del contrato. Los requisitos mínimos de este contrato y otras disposiciones al respecto se encuentran en el Decreto 2555 de 2010 y en el Reglamento de la BVC.

II) Sin contar con un contrato de liquidez sobre acciones con el emisor.

### b) Empleando fondos provenientes del emisor

En este caso, obligatoriamente el formador de liquidez deberá suscribir un contrato de liquidez sobre las acciones del emisor y deberá constituir un patrimonio autónomo mediante la celebración de un contrato de fiducia mercantil para que el emisor le transfiera los fondos al patrimonio autónomo y éste sea administrado por el formador de liquidez.

Cuando se empleen fondos provenientes del emisor, las comisionistas de bolsa no pueden realizar operaciones por cuenta propia sobre los valores objeto de negociación para los cuales suscribió el contrato como formador de liquidez.

Igualmente, así el formador de liquidez cuente o no con un contrato de liquidez sobre acciones con el emisor, debe cumplir con todos los requisitos para la negociación de valores como formador de liquidez contenidos en el programa para actuar como formador de liquidez de la BVC y las otras disposiciones normativas aplicables.

## 8. 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.

### 8.1. CALIFICADORAS DE RIESGO

Las calificadoras de riesgo son entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera y, por lo tanto, su requieren autorización de esta entidad e inscripción en el RNAMV para funcionar. En Colombia están autorizadas como calificadoras de riesgo Fitch Ratings Colombia S.A Sociedad Calificadora de Valores, 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 39. 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 fondos de inversión colectiva 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 |
| | Utilizar en beneficio propio o de terceros la información a la que haya tenido acceso en desarrollo de su actividad de calificación |
| | Asegurar u ofrecer al solicitante de la calificación un determinado resultado del proceso de calificación |

| | |
|---|---|
| **PROHIBICIONES GENERALES (APLICABLES A LA CALIFICADORA DE RIESGOS, SUS ACCIONISTAS Y SUS FUNCIONARIOS)** | Asesorar, directa o indirectamente, a personas diferentes a calificadoras del extranjero en temas que puedan generar conflictos de interés respecto de la actividad de calificación de riesgos |
| | Asesorar, directa o indirectamente, a cualquier persona en la toma de decisiones de inversión o de especulación |
| **PROHIBICIONES ESPECIALES PARA ASEGURAR LA INDEPENDENCIA DE LA CALIFICADORA.**<br><br>**SE CONSIDERA QUE UNA SOCIEDAD CALIFICADORA NO ES INDEPENDIENTE CUANDO ELLA, SUS ADMINISTRADORAS, MIEMBROS DEL COMITÉ TÉCNICO, FUNCIONARIOS DE NIVEL PROFESIONAL O BENEFICIARIOS REALES DE CUALQUIER PARTE DEL CAPITAL, SE ENCUENTREN EN CUALQUIERA DE LAS CIRCUNSTANCIAS DESCRITAS EN LA SIGUIENTE COLUMNA:** | Tener o haber tenido dentro de los doce (12) meses anteriores a la fecha de la calificación el carácter de administradoras, asesores o funcionarios del calificado, o haber desarrollado en el mismo período funciones de revisoría fiscal en el calificado |
| | Tener la calidad de beneficiario real de valores emitidos por el calificado o tener en garantía valores emitidos por el mismo al momento de la calificación |
| | 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 la sociedad matriz del emisor; de sus filiales o subordinadas, o de la entidad avalista de los valores objeto de calificación |
| | Tener un contrato de prestación de servicios profesionales con: el emisor, la matriz o subordinadas de la matriz; con la entidad avalista de los valores objeto de calificación, o 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 |
| | Haber recibido cualquier ingreso que supere el cinco (5%) del total de sus ingresos percibidos durante el año inmediatamente anterior al día en que se contrate la respectiva calificación, diferentes a los relacionados con la actividad de calificación, ya sea proveniente de la entidad calificada, de sus administradores, de sus funcionarios, de sus filiales o subsidiarias, su matriz o las filiales o subsidiaras de ésta. Dentro de estos ingresos no se tiene en cuenta aquellos provenientes de servicios financieros que el calificado preste masivamente |
| | Que sus cónyuges o parientes hasta el primer grado de consanguinidad, afinidad o civil, se encuentren en alguna de las situaciones anteriores |

No obstante, no se considerará que la independencia de la sociedad calificadora esté comprometida cuando el/los miembro(s) del Comité Técnico de la respectiva sociedad que se encuentre(n) inmerso(s) en alguna de las situaciones descritas anteriormente se abstengan de participar en cualquier etapa del proceso de calificación para la cual se presenta el conflicto.

## 8.2. PROCEDIMIENTO DE CALIFICACIÓN

### 8.2.1. 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 el 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.

### 8.2.2. 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 RNEV 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 de 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.

### 8.2.3. 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 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 públicamente 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.

### 8.2.4. 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 contará 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.

### 8.2.5. 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 aplique, los aspectos especiales en la calificación que son propios de cada calificadora.

#### 8.2.5.1. CALIFICACIÓN DE RIESGO CREDITICIO DE 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*, deuda a mediano y largo plazo y acciones preferenciales.

La escala de calificación utilizada fluctúa de AAA, para emisiones con la más alta calidad crediticia y donde los factores de riesgo son prácticamente inexistentes, a 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 40.1. RANGO DE CALIFICACIONES DE LARGO PLAZO

| | |
|---|---|
| **AAA** | Emisiones con la más alta calidad crediticia. Los factores de riesgo son prácticamente inexistentes. |
| **AA+**<br>**AA**<br>**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+**<br>**A**<br>**A-** | Emisiones con buena calidad crediticia. Los factores de protección son adecuados. Sin embargo, en períodos de bajas en la actividad económica, los riesgos son mayores y más variables. |
| **BBB+**<br>**BBB**<br>**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+**<br>**BB**<br>**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+**<br>**B**<br>**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. |

### 8.2.5.2. CALIFICACIÓN DE RIESGO CREDITICIO DE CORTO PLAZO

Las calificaciones de riesgo crediticio de corto plazo incluyen calificaciones de:

I) Endeudamiento a corto plazo.

II) Emisiones de papeles comerciales.

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 calificadora 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 40.2. 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 3, 4, y 5.

### 8.2.5.3. FORTALEZA EN LA ADMINISTRACIÓN DE PORTAFOLIOS

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 & Pheps, 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 40.3. RANGO DE CALIFICACIONES DE ADMINISTRADORES DE PORTAFOLIOS

| | |
|---|---|
| **SOBRESALIENTE** | |
| **AAA** | La evaluación de factores es sobresaliente. |
| **ALTO** | |
| **AA+**<br>**AA**<br>**AA-** | La evaluación de factores es alta. |
| **BUENO** | |
| **A+**<br>**A**<br>**A-** | La evaluación de factores es adecuada. |
| **ACEPTABLE** | |
| **BBB+**<br>**BBB**<br>**BBB-** | La evaluación de factores es aceptable. |
| **BAJO** | |
| **BB+**<br>**BB**<br>**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+**<br>**B**<br>**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. |

### 8.2.5.4. RIESGO CREDITICIO Y DE MERCADO DE FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA Y DE PORTAFOLIOS DE INVERSIÓN

El riesgo crediticio de un fondo de inversión colectiva es la evaluación que se hace sobre el nivel de seguridad del fondo. Para evaluar los fondos de inversión colectiva 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 ejemplifica lo anterior tomando la tabla de calificación de una calificadora elegida aleatoriamente.

## TABLA 40.4. RANGO DE CALIFICACIONES PARA FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA 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). |

### 8.2.5.5. 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 40.5. 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+**<br>**iAA**<br>**iAA -** | Los valores calificados en esta categoría ofrecen una alta calidad. Sin embargo, ésta puede estar ligeramente afectada por las condiciones económicas cambiantes. |
| **iA+**<br>**iA**<br>**iA-** | Los valores calificados en esta categoría ofrecen una muy alta calidad. Sin embargo, es más variable en períodos de inestabilidad económica. |
| **iBBB+**<br>**iBBB**<br>**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+**<br>**iBB**<br>**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+**<br>**iB**<br>**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. |

# CAPÍTULO #8
# OPERACIONES ESPECIALES

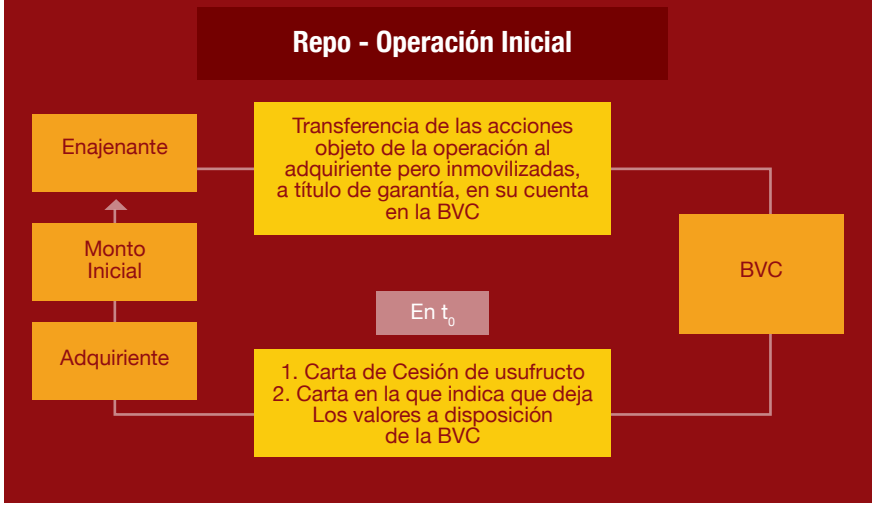
Esta sección se refiere a operaciones que debido a su estructura, las normas sobre valores regulan de forma especial. Estas operaciones son (i) las operaciones de repo, simultáneas y transferencia temporal de valores, (ii) operaciones de venta en corto, (iii) los carruseles, (iv) las operaciones a plazo, y (v) los derivados financieros.

## 1. OPERACIONES DE REPORTO O REPO, SIMULTÁNEAS Y 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.

El Enajenante está obligado a constituir y entregar garantías, la cual será un descuento sobre el valor objeto de la operación en las operaciones que se celebren a través de la BVC, de los sistemas de negociación de valores, de los sistemas de registro de operaciones sobre valores (OTC), o los sistemas de compensación y liquidación de operaciones sobre valores (a excepción de las operaciones celebradas a través de una cámara de riesgo central de contraparte las cuales no se regirán por el régimen de garantías del Decreto 2555 de 2010 sino por su propio reglamento), y las cuales quedan afectadas al cumplimiento de las operaciones. Desde el punto de vista financiero, la operación puede ser vista como una financiación otorgada por el Adquirente al Enajenante.

GRÁFICA 20.1 ESTRUCTURA DE UNA OPERACIÓN REPO INICIAL




GRÁFICA 20.2 ESTRUCTURA DE UNA OPERACIÓN REPO FINAL

Las **operaciones simultáneas** tienen una estructura similar a la de los repos. Sin embargo, se diferencian en 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 si 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 si es posible; y

**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:

**a) 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. En este caso el Adquiriente deberá constituir garantías; y

**b) 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 entenderá que los repos son cerrados a menos que las partes pacten expresamente en contrario.

GRÁFICA 21.1. ESTRUCTURA DE UNA OPERACIÓN SIMULTÁNEA INICIAL

GRÁFICA 21.2. ESTRUCTURA DE UNA OPERACIÓN SIMULTÁNEA FINAL

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 ("valores objeto de la operación") a la otra (el "Receptor"), con el acuerdo de que el Receptor retransfiera unos valores de la misma especie y características a aquellos objeto de la operación 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 y pagar una contraprestación.

Cuando se transfiera la propiedad de los otros valores o de la suma de dinero, se entenderá que se trata de una operación OTC, la cual se regirá por las disposiciones del Decreto 2555 de 2010, en cambio, cuando se entreguen esos otros valores o el dinero en garantía a un sistema de negociación de valores, o a una bolsa de valores , se entenderá que dicha operación se celebrará a través de dichos sistemas de negociación o bolsa de valores.

En el momento en que se revierta la operación realizada a través de un sistema de negociación de valores, o a una bolsa de valores, o de los sistemas de compensación y liquidación de operaciones sobre valores (a excepción de las operaciones en las cuales actúe una cámara de riesgo central de contraparte, la cual se regirá por sus propios reglamentos), el receptor retransferirá al Originador, valores de la misma especie y características de aquellos objeto de la operación. Así mismo, el Receptor tendrá derecho a solicitar a la bolsa, al sistema de negociación, o a los sistemas de compensación y liquidación de operaciones sobre valores (a excepción de

las operaciones que se celebren a través una cámara de riesgo central de contraparte, la cual se regirá por sus propios reglamentos), la devolución de las garantías constituidas para el cumplimiento de la operación.

En el momento en que se revierta la operación OTC, 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.

GRÁFICA 22.1. ESTRUCTURA DE UNA OPERACIÓN TTV INICIAL

GRÁFICA 22.2. ESTRUCTURA DE UNA OPERACIÓN TTV FINAL

Los repos, las operaciones simultáneas y las operaciones de transferencia temporal de valores tienen las siguientes características distintivas:

## TABLA 41. PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LAS OPERACIONES DE REPORTO O REPO, SIMULTÁNEAS Y LA TRANSFERENCIA TEMPORAL DE VALORES

| CARACTERÍSTICAS | REPOS | SIMULTÁNEAS | OPERACIONES DE TRANSFERENCIAS TEMPORAL DE VALORES |
|---|---|---|---|
| PLAZO EN OPERACIONES REALIZADAS A TRAVÉS DE LAS BOLSAS DE VALORES, LOS 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 LAS BOLSAS DE VALORES O DE LOS 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 en la ley. Este lo define el Reglamento de la BVC como contraprestación<br><br>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, los sistemas de registro de operaciones sobre valores, y los sistemas de compensación y liquidación de operaciones sobre valores. Según lo dispuesto en el reglamento de la BVC la contraprestación será una suma de dinero definida por las partes y se calculará aplicando, al valor de la operación, una tasa efectiva anual base 360 ó 365 pactada por las partes a través del sistema al momento de celebrar la operación |

| CARACTERÍSTICAS | REPOS | SIMULTÁNEAS | OPERACIONES DE TRANSFERENCIAS TEMPORAL DE VALORES |
|---|---|---|---|
| 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 importante 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 unas 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 deberá 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 deberá retirar los valores de su balance general.

**II)** El Adquirente, Receptor u Originador deberá 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 podrá mantener la propiedad sobre tales valores y deberá 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 la que una de las partes se encuentra obligada a retransferir unos valores y no lo hace, la BVC entregará al Originador las garantías afectas al cumplimiento de la operación 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 tendrá 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 reporto o repo, simultánea o de transferencia temporal de valores, la operación se dará por terminada de forma anticipada y se aplicarán las mismas reglas que en los casos de incumplimiento, y los créditos que se generen a favor de la parte que no haya sido afectada por alguno de los procedimientos anteriormente señalados no harán parte de la masa concursal.

## 2. VENTAS EN CORTO

Se entiende por ventas en corto aquellas ventas cuyo objeto consiste en vender un valor sobre el cual no se tiene titularidad. Así, se dice que se realiza una operación corta sobre acciones, por ejemplo, cuando existe la obligación para el vendedor de entregar acciones que no tiene al momento de realizar la venta.

Aunque las ventas en corto pueden ser usadas por inversionistas que necesiten satisfacer una obligación de vender un valor que no tiene en su portafolio, son principalmente operaciones con fines especulativos en la medida en que le permiten al vendedor tener una expectativa de ganancia si logra vender el título a un precio superior al que tiene que pagar por dicho valor al momento hacer efectiva la operación.

No obstante lo anterior, el riesgo al que se enfrenta el vendedor es elevado, pues al momento de comprar el valor para hacer efectiva la operación, el precio del valor puede subir (sin que exista tope máximo), lo que generaría pérdidas sin límites para el vendedor y a su vez, podría generar incumplimientos frente a su contraparte.

Por esta razón y para evitar incumplimientos, la regulación local exige que los valores objeto de venta en corto sean obtenidos el mismo día o antes de que se efectúe dicha operación.

Teniendo en cuenta lo anterior, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 2.9.13.1.1. del Decreto 2555 de 2010, las operaciones de ventas en corto son aquellas cuyo objeto consiste en vender valores que se han obtenido el mismo día o en forma previa a la operación de venta en corto a través de alguna de las siguientes operaciones: **(I)** de reporto o repo, **(II)** simultánea o de **(III)** transferencia temporal de valores (TTVs).

En adición a lo anterior, el Decreto 2555 también establece las condiciones sobre el precio de la operación de ventas en corto. Según el artículo 2.9.13.1.3, el precio de negociación de los títulos deberá ser como mínimo igual al último precio de negociación registrado en la BVC y que haya marcado precio, para la respectiva acción.

Si bien las operaciones de venta en corto sobre acciones estaban permitidas en la regulación aplicable, dichas operaciones de venta en corto sobre acciones se encontraban limitadas en el mercado local, en la medida en que los mecanismos para asegurar su cumplimiento presentaban ciertas restricciones prácticas (restricciones de movilidad en el caso de operaciones repo y falta de reglamentación en relación con la realización de TTVs sobre acciones).

La reforma realizada al Reglamento de la BVC el 29 de diciembre de 2010, permite la implementación de operaciones de TTVs sobre acciones, lo que permite a su vez que este tipo de operaciones facilite el cumplimiento de operaciones de ventas en corto en acciones. En dicha reforma, la BVC estableció una rueda especial de negociación (Rueda TTV), donde se pueden celebrar operaciones de transferencia temporal de valores sobre aquellos valores autorizados por la BVC.

## 3. CARRUSELES

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 quien es el propietario del valor durante un lapso de tiempo 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 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.

## 4. OPERACIONES A PLAZO

De acuerdo con lo establecido en el artículo 2.35.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010, las operaciones a plazo son consideradas instrumentos financieros 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, de acuerdo con lo establecido por la Superintendencia Financiera y, en todo caso, no pueden tener un cumplimiento superior a trescientos sesenta y cinco (365) días calendario. Las operaciones a plazo pueden ser de cumplimiento efectivo o de cumplimiento financiero.

En las operaciones a plazo se debe constituir una garantía básica y una garantía de variación para asegurar 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 estará conformada por la suma de la garantía básica más la garantía de variación que efectivamente debe constituir.

# 5. OPERACIONES DE DERIVADOS

## 5.1 DEFINICIÓN

Conforme a lo establecido en el Capítulo XVIII de la Circular Básica Contable y Financiera expedida por la Superintendencia Financiera, los derivados financieros generalmente se definen como instrumentos o contratos cuyo valor se deriva de la evolución de los precios de uno o más activos que se denominan activos subyacentes y cuyo cumplimiento y liquidación se realizan en un momento posterior a aquel en el cual se celebra el contrato. La liquidación de los contratos puede llevarse a cabo en efectivo, en instrumentos financieros o en productos o bienes transables. Esta definición implica, que, a diferencia de lo que ocurre en la mayoría de los mercados financieros, en donde las operaciones son de contado o a corto plazo, las operaciones con derivados son a mediano o largo plazo y están sujetas a las normas sobre obligaciones a plazo y/o condicionales.

Los instrumentos financieros derivados permiten la administración o asunción de uno o más riesgos asociados a los subyacentes y cumple cualquiera de las siguientes dos condiciones alternativas: **(I)** no requerir una inversión neta inicial o **(II)** requerir una inversión neta inicial inferior a la que se necesitaría para adquirir instrumentos que provean el mismo pago esperado como respuesta a cambios en los factores de mercado.

### 5.1.1 FUNCIONES ECONÓMICAS DE LAS OPERACIONES DE DERIVADOS

Las operaciones con derivados financieros son utilizadas por los diferentes agentes del mercado con tres propósitos particulares, a saber:

#### I) Cobertura:

Es aquél que se negocia con el fin de cubrir una posición primaria de eventuales pérdidas ocasionadas por movimientos adversos de los factores de mercado o de crédito que afecten dicho activo, pasivo o contingencia. Con la negociación de este tipo de instrumentos se busca limitar o controlar alguno o varios de los riesgos financieros generados por la posición primaria objeto de cobertura.

#### II) Especulación:

Es aquél que no se enmarca dentro de la definición de instrumento financiero derivado con fines de cobertura, ni satisface todas las condiciones que se establecen en el numeral 6° del Capítulo XVIII de la Circular Contable y Financiera de la Superintendencia Financiera de Colombia (es decir no cumple con los requisitos de los derivados financieros con fines de cobertura). Se trata de instrumentos cuyo propósito es obtener ganancias por los eventuales movimientos del mercado.

#### III) Arbitraje:

Se trata de aquellas operaciones que se realizan con el objetivo de combinar compras y ventas de instrumentos financieros buscando generar utilidad a cero costo y sin asumir riesgos de mercado, 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 arbitradores comprarán activos en aquél mercado en el que el precio es menor para, posteriormente, venderlos en el otro mercado a un

precio más alto

### 5.1.2 FORMAS DE CUMPLIMIENTO DE LAS OPERACIONES DE DERIVADOS

Independientemente del tipo de instrumento financiero 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, el sistema de compensación y liquidación a través del cual se realice la operación o el reglamento de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte.

## 5.2 CARACTERISTICAS BASICAS Y REGIMEN LEGAL DE LOS DERIVADOS ESTANDARIZADOS

La característica principal de los derivados estandarizados es que son contratos que se llevan a cabo en el marco de sistemas de negociación y registro altamente regulados y vigilados. En efecto, localmente la BVC administra dichos sistemas de negociación y registro, estableciendo claramente los parámetros y características de cada uno de los contratos, cuyas condiciones están previamente establecidas, siendo exactamente las mismas para todos los agentes del mercado.

La Ley 964 establece algunas normas especiales que son aplicables a los derivados estandarizados. A continuación se exponen los aspectos más relevantes de estas normas:

### 5.2.1 APLICACIÓN DE LAS NORMAS SOBRE VALORES A LOS DERIVADOS ESTANDARIZADOS

Por regla general, los derivados financieros no son considerados como valores. Sin embargo, la Ley 964 establece los casos en los que ciertos productos derivados reciben el tratamiento de los valores[16]

En efecto, el parágrafo 3° del artículo 2° de dicha Ley, establece que "Lo dispuesto en la presente ley y en las normas que la desarrollen y complementen será aplicable a los derivados financieros, tales como los contratos de futuros, de opciones y de permuta financiera, siempre que los mismos sean estandarizados y susceptibles de ser transados en las bolsas de valores o en otros sistemas de negociación de valores. Los productos a que se refiere el presente parágrafo solo pueden ser ofrecidos al público previa su inscripción en el RNVE".

Lo anterior, tiene varias implicaciones desde el punto de vista regulatorio, en la medida en que al recibir el tratamiento de un valor, la realización de operaciones de derivados estandarizados será considerada como una actividad de intermediación del mercado de valores, y de esta manera quienes ofrezcan operaciones de derivados estandarizados estarán sujetos a los deberes y obligaciones propias de los intermediarios del mercado de valores[17].

---

[16] De acuerdo con el artículo 5.2.2.1.5 del Decreto 2555 de 2010, quedarán automáticamente regustrados en el RNVE aquellos con tratos de derivados a que se refiere el artículo 2º de la Ley 964.

[17] De acuerdo con el artículo 7.3.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010, son deberes de los intermediarios del mercado de valores los sigui entes: (i) Deber de información; (ii) Deberes frente a los conflictos de interés; (iii) Deber de documentación; (iv) Deber de reserva; (v) Deber de separación de activos; (vi) Deber de valoración; (vii) Deber de mejor ejecución de las operaciones.

De la misma manera, la BVC debe sujetarse a lo establecido en el artículo 2.10.5.2.4 del Decreto 2555 de 2010, referente a los deberes de las bolsas de valores en relación con la negociación de valores de renta variable, tales como (i) acciones; (ii) bonos obligatoriamente convertibles en acciones inscritas en bolsa y (iii) instrumentos financieros derivados que tengan como subyacente acciones inscritas en bolsa, los cuales deben, en todo caso, estar inscritos en el RNVE

### 5.2.2 CUMPLIMIENTO DE OPERACIONES A TRAVÉS DE SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN

Igualmente, en virtud del artículo 2.13.1.1.11 del Decreto 2555 de 2010, la realización de operaciones de derivados a través de sistemas de compensación y liquidación de operaciones o por intermedio de una CRCC, conlleva a la aplicación del principio de finalidad de las operaciones.

La BVC ha venido haciendo los ajustes necesarios a los reglamentos que ordenan el mercado de valores, incluyendo entre otros, el mercado de derivados estandarizados.
Así, de acuerdo con el Reglamento General del Mercado de Derivados de la BVC. las diversas etapas de ejecución de los contratos de derivados estandarizados deben llevarse a cabo de la siguiente manera:

#### I) Etapa de negociación y registro de las operaciones:

Se debe realizar a través del Nuevo Sistema Transaccional del Mercado de Derivados – Xstream –, de la BVC

#### II) Etapa de compensación y liquidación de las operaciones:

Se realiza a través de la CCRC[18].

En términos generales, la BVC es el administrador del mercado de derivados estandarizados. En desarrollo de sus funciones de administrador del mercado de derivados estandarizados, la BVC tiene la obligación de crear un Comité Técnico del Mercado de Derivados, que deberá entre otras cosas, "estudiar las condiciones estandarizadas respecto de cada uno de los contratos de derivados y formular sugerencias a la BVC sobre aspectos tales como la cantidad o monto del contrato, plazo o vencimiento, activo subyacente, precio, forma y condiciones de liquidación[19].

### 5.2.3 PRINCIPIOS APLICABLES A LAS OPERACIONES DE DERIVADOS ESTANDARIZADOS

Al ser considerados como valores, los derivados estandarizados gozan de algunas prerrogativas especiales a la luz de la normatividad colombiana vigente, como por ejemplo:

#### 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 ser objeto de medidas cautelares, judiciales o administrativas hasta que no se hayan cumplido cada una de las operaciones que éstas respaldan.

#### II) Tratamiento especial de la liquidación de operaciones:

Una vez que una orden de transferencia de dinero o de valores ha sido aceptada por el administrador de un sistema de compensación y liquidación de operaciones sobre valores o una CRCC, deberá 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 ningún juez o autoridad administrativa tiene la facultad para revocar, interrumpir o detener el cumplimiento de las operaciones[20].

### 5.3 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:

---

[18] La Ley 1328 de 2009, en su artículo 74, permite la terminación anticipada, compensación y liquidación de las operaciones de derivados en los eventos en que la contraparte colombiana incurra en un proceso de insolvencia o reestructuración, siempre y cuando se cumpla con los requisitos de registro establecidos por el Gobierno Nacional. . Lo anterior, estaba prohibido con anterioridad a la Ley 1328 de 2009 (Ley 1116 de 2006). No obstante, la Ley 1328 de 2009 reglamenta el asunto y es complementada por el Decreto 4765 de 2011 el cual establece las reglas de registro aplicables. Ahora bien, en el caso de las operaciones de derivados estandarizados, debido a que (i) éstas son objeto de negociación y registro en el Nuevo Sistema Transaccional del Mercado de Derivados – Xstream – de la Bolsa de Valores de Colombia, (ii) la compensación y liquidación de las mismas se lleva a cabo a través de las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte y (iii) de acuerdo con lo establecido en el artículo 10° de la Ley 964 de 2005, el principio de finalidad aplica a todas las operaciones propias del mercado de valores (como lo son las operaciones de derivados estandarizados), las restricciones a la aplicabilidad del artículo 74 de la Ley 1328 de 2009, se encuentran actualmente superadas en el caso de las operaciones de derivados estandarizados pues lo requisitos de registro de estas operaciones están previamente establecidos en los reglamentos del sistema de negociación y registro, en los reglamentos de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y en la Ley del Mercado de Valores.

[19] Reglamento General del Mercado de Derivados de la Bolsa de Valores de Colombia S.A. Artículo 1.2.7, numeral 3°.

## TABLA 42. PRINCIPALES MERCADOS DE DERIVADOS

| | MERCADOS OTC | MERCADOS ORGANIZADOS |
|---|---|---|
| **PARTICIPANTES** | Los participantes son, principalmente, (I) grandes instituciones financieras, (II) empresas del sector real, (III) el Banco de la República y (IV) entidades del exterior que cumplan con los requisitos establecidos en la Circular Reglamentaria Externa DODM-144 del Banco de la República que, en la sección 2ª dispone quienes pueden ser considerados como agentes del exterior autorizados[21] y las calidades que éstos deben reunir para efectos de realizar operaciones de derivados con contrapartes colombianas. En el mercado OTC, las transacciones tienden a ser por 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. En los mercados organizados solo pueden operar directamente los agentes vigilados por la Superintendencia Financiera de Colombia o las personas (naturales o jurídicas) por intermedio de los agentes autorizados y vigilados por la Superintendencia Financiera de Colombia (por ejemplo Sociedades Comisionistas de Bolsa) |
| **REGULACIÓN** | Su regulación es escasa, especialmente en lo referente a las características y la reglamentación de los diferentes contratos que se podrían estructurar y transar el mercado OTC | La ley 964 establece el marco general de los instrumentos financieros derivados estandarizados dándoles el tratamiento de "valor". Además de la Ley 964, el mercado de derivados financieros se ha desarrollado a través de diversa reglamentación expedida por el Gobierno Nacional pero particularmente el desarrollo del mercado de derivados estandarizados se ha dado a través de los diversos reglamentos que ha expedido la BVC, tales como el Reglamento General del Mercado de Derivados de la BVC. o el Reglamento del Sistema Centralizado de Operaciones de Negociación y Registro – MEC Mercado Electrónico Colombiano<br>A través de la reglamentación antes mencionada, se ha logrado un alto nivel de definición y estandarización de los contratos de derivados que se transan actualmente en la Bolsa de Valores de Colombia |
| **LOCALIZACIÓN DEL MERCADO** | No hay un espacio físico en donde se ubica el mercado, se trata de negociaciones bilaterales, lo que, a diferencia del mercado organizado, puede generar una menor transparencia. Sin embargo, de acuerdo con el artículo 2.13.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010, se crea un espacio para la compensación y liquidación de las operaciones de derivados realizadas en el mercado mostrador entre contrapartes locales[22], con el cual disminuye el riesgo de incumplimiento de las contrapartes. En efecto, el Reglamento de la CRCC, permite que las partes acuerden conjuntamente la posibilidad de llevar las operaciones a la CRCC para que sean compensadas y liquidadas a través de la misma. Dicho acuerdo puede llevarse a cabo (i) mediante la introducción de una cláusula especial en el Contrato Marco, en virtud de la cual las partes acuerdan previamente la posibilidad de compensar y liquidar las operaciones con derivados OTC a través de la CRCC o (ii) celebrando un "Acuerdo" posterior al Contrato Marco Local para compensar y liquidar a través de la CRCC dichas operaciones<br>Al ser operaciones que se desarrollan bilateralmente, es un mercado en el que, generalmente, las partes se conocen previamente | El mercado está localizado en un lugar determinado, la compensación y liquidación de las operaciones se lleva a cabo a través de Cámaras de Compensación y Liquidación, tienen mayor liquidez y tienen mayor nivel de transparencia. A diferencia de los mercados OTC, en los mercados organizados las negociaciones son multilaterales<br>La existencia de las Cámaras de Compensación y Liquidación para los mercados de derivados estandarizados permite el cumplimiento de las operaciones bajo la modalidad Delivery vs. Payment ("DVP")[23], tal y como está establecido en el artículo 2.10.5.2.3 del Decreto 2555 de 2010.<br>Con la creación de las CRCC, a través del mecanismo de novación, ésta se interpone entre cada una de las partes, convirtiéndose así en la compradora del vendedor y la vendedora del comprador de cada una de las operaciones, eliminando el riesgo de contraparte<br><br>Es un mercado basado en un sistema "ciego", es decir un sistema en el cual las partes que están negociando una determinada operación, no se conocen[24] |
| **NIVEL DE ESTANDARIZACIÓN** | Los agentes realizan la negociación directamente y definen libremente las cláusulas de los contratos<br>En el mercado de derivados OTC, hay cierto nivel de estandarización de los contratos que soportan las operaciones (Contratos Marco), sin perjuicio de lo cual, las operaciones específicas que se pretendan celebrar en un momento determinado, son definidas de acuerdo con las necesidades de cada una de las partes | Generalmente se transan derivados estandarizados de acuerdo con lo establecido por el ente rector del mercado, es decir la BVC a través del Comité Técnico del Mercado de Derivados, quien tiene a su cargo, entre otras funciones, estudiar y proponer las condiciones estandarizadas respecto de cada uno de los contratos de derivados y formular sugerencias a la Bolsa de Valores de Colombia sobre aspectos tales como cantidad, monto, plazo y vencimiento de los contratos, así como el activo subyacente, precio, forma y condiciones de liquidación[25] |

| | MERCADOS OTC | MERCADOS ORGANIZADOS |
|---|---|---|
| **ACTIVOS SUBYACENTES ACTUALMENTE AUTORIZADOS U OFRECIDOS** | I) Tasa de interés<br>II) Tasa de cambio<br>III) Índices accionarios<br>IV) Títulos de deuda<br>V) Títulos participativos[26]<br><br>Es importante tener en cuenta que en el caso de las operaciones de derivados celebradas con contrapartes extranjeras o en los casos en los que el Banco de la República tenga competencia sobre dichas operaciones, la utilización de los títulos de deuda y los títulos participativos como subyacentes de las mismas, se encuentra restringida[27]<br>De esta manera y de acuerdo con lo establecido en la Sección 3 del Capítulo XVIII de la Circular Básica Contable y Financiera, los subyacentes permitidos para la estructuración de contratos de derivados celebrados con agentes del exterior autorizados son exclusivamente (I) tasa de cambio; (II) tasa de interés e (III) índices bursátiles<br>Adicionalmente, de acuerdo con lo establecido en la Circular Reglamentaria Externa DODM-144 del Banco de la República, las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, están autorizadas para celebrar "Credit Default Swaps"[28] con agentes autorizados del exterior que realicen este tipo de operaciones de manera profesional con calificación crediticia de grado de inversión, siempre que se cumpla con los requisitos establecidos en la Sección 3 de la Circular Reglamentaria Externa DODM-144[29] | I) TES<br>II) TRM<br>III) Tasa de cambio Dólar/Peso<br>IV) Acciones (Preferencial Bancolombia / Ecopetrol, Pacific Rubiales, Éxito, ISA, Aval, Cementos Argos, Grupo Sura y Grupo Argos)<br>V) Electricidad<br>VI) Índice accionario COLCAP.<br>VII) IBR<br>VIII) Inflación.<br>IX) Operaciones a Plazo de Cumplimiento Financiero (OPCF).<br>X Operaciones a Plazo de Cumplimiento Efectivo (OPCE). De acuerdo con el artículo 2.7.1.1 del Decreto 1796 de 2008, las OPCF y las OPCE son consideradas como instrumentos financieros derivados |
| **MITIGANTES DE RIESGO** | En el caso de las operaciones de derivados transadas en el mercado OTC, los mitigantes de riesgo existentes para las operaciones son aquellas garantías establecidas de común acuerdo por las partes. Es decir, son éstas las que pactan la estructura o la forma de la garantía correspondiente que respaldará las obligaciones, quedando sujetas al cumplimiento y a la buena fe de cada una de las partes[30]<br>Adicionalmente, en las operaciones con instrumentos financieros derivados, las partes tienen la posibilidad de pactar la aplicabilidad de la cláusula de "Recouponing". Esta cláusula consiste en la alternativa que tienen las partes de (i) hacer modificaciones en las condiciones financieras de una o varias operaciones que hayan celebrado y/o acordar pagos periódicos cuando se alcance o supere un umbral determinado (exposición crediticia que están dispuestas a asumir las partes) o (ii) de hacer pagos periódicos en ciertas fechas establecidas por las partes y en los términos que las mismas estipulen[31] | Con la creación y entrada en funcionamiento de la CRCC, se crean mecanismos a través de los cuales el riesgo de contraparte en las operaciones de derivados es, en gran medida, mitigado. Lo anterior, debido a la exigencia por parte de la CRCC de un esquema de garantías (diarias, generales y extraordinarias) para cada una de las operaciones aceptadas y los "anillos de seguridad" que garantizan una estructura escalonada, en la que cada escalón asegura el cumplimiento de las operaciones[32]<br><br>En última instancia, en el caso remoto que todos los anillos de seguridad establecidos por la Cámara sean traspasados, será la Cámara de Riesgo Central de Contraparte la que, con su patrimonio, asegure directamente el cumplimiento de las operaciones |

Adicionalmente, y sin tener en cuenta la diferenciación existente entre los derivados OTC y los transados en mercados Organizados, a partir de la expedición del Decreto 4800 de 2010[33], se abre la posibilidad a los inversionistas del exterior, para realizar operaciones de derivados a través de sus inversiones de portafolio.

[20]El tratamiento especial que recibe este tipo de operaciones en el mercado de valores tiene su origen en el principio de finalidad establecido en el artículo 10° de la Ley 964, según el cual "Las órdenes de transferencia de fondos o valores derivadas de operaciones sobre valores, así como cualquier acto que, en los términos de los reglamentos de un sistema de compensación y liquidación de operaciones deba realizarse para su cumplimiento, serán 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. (…) Una vez una orden de transferencia haya sido aceptada por el sistema de compensación y liquidación en los términos señalados en esta ley, los valores y los fondos respectivos no podrán ser objeto de medidas judiciales o administrativas incluidas las medidas cautelares, órdenes de retención o similares, así como las derivadas de normas de naturaleza concursal, de toma de posesión, disolución, liquidación, o acuerdos globales de reestructuración de deudas, que tengan por objeto prohibir, suspender o de cualquier forma limitar los pagos que deban efectuarse a través de dicho sistema. Las órdenes de transferencia aceptadas, los actos necesarios para su cumplimiento y las operaciones que de aquellas se derivan no podrán impugnarse, anularse o declararse ineficaces. Estas medidas sólo surtirán sus efectos respecto a órdenes de transferencia no aceptadas a partir del momento en que sean notificadas al administrador del sistema de acuerdo con las normas aplicables. En el caso de medidas derivadas de normas de naturaleza concursal, de toma de posesión, disolución, liquidación, o acuerdos globales de reestructuración de deudas dicha notificación deberá hacerse de manera personal al representante legal del administrador del sistema.

## PIE DE PÁGINA DE LA TABLA 42

[21]Sección 2ª Circular Reglamentaria Externa DODM-144 del Banco de la República: Agentes del Exterior Autorizados. Los agentes del exterior autorizados para realizar operaciones de derivados de manera profesional son:

- Los registrados ante autoridades estatales reguladoras de mercados de futuros de países miembros de la Organización para la Cooperación Económica y el Desarrollo (OECD) o ante entidades privadas autorreguladoras (por ejemplo, bolsas de valores) sometidas a la supervisión de las autoridades estatales ya mencionadas, que hayan realizado operaciones de derivados en el año calendario inmediatamente anterior a la operación por un valor nominal superior a mil millones de dólares de los Estados Unidos de América (USD 1.000.000.000).
En esta categoría se encuentran, entre otros, los registrados ante la Asociación Nacional de Futuros (NFA) de los Estados Unidos de América que operan bajo la supervisión de la Comisión Federal de Comercio de Futuros (CFTC) del gobierno de los Estados Unidos de América y los registrados ante la Autoridad de Servicios financieros de Gran Bretaña (FSA).

[22]De acuerdo con el artículo 1.1.2 de la Circular Única de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia S.A., son Operaciones Susceptibles de ser Aceptadas aquellas "operaciones respecto de las cuales la Cámara puede interponerse como contraparte directa y/o administrar la Compensación y Liquidación de las mismas. Tales operaciones son las siguientes: operaciones de contado, sobre Derivados, a plazo, de cumplimiento efectivo o de cumplimiento financiero, repos, carrusel, transferencia temporal de valores, ventas en corto, simultáneas, realizadas sobre los activos que en este Reglamento (el Reglamento de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia S.A.), celebradas o registradas en las bolsas, Sistemas de negociación, en el Mercado Mostrador o cualquier otro mecanismo autorizado por los reglamentos de la Cámara.

[23]La modalidad de cumplimiento "Delivery vs. Payment", (entrega contra pago) es un mecanismo de cumplimiento de las obligaciones derivadas de las operaciones con instrumentos financieros derivados que permite, en cierta medida, mitigar el riesgo de contraparte, ya que establece la posibilidad de que las partes pacten que la entrega o pago del activo correspondiente se realizará únicamente cuando se verifique el pago o entrega derivada de la contraprestación respectiva de la operación, por la contraparte.

[24]Reglamento General del Mercado de Derivados de la Bolsa de Valores de Colombia S.A. Artículo 2.2.1.

[25]Reglamento General del Mercado de Derivados de la Bolsa de Valores de Colombia S.A. Artículo 1.2.7, numeral 3°.

[26]Circular Básica Contable y Financiera de la Superintendencia Financiera de Colombia. Sección 5.1. Instrumentos Financieros Derivados Básicos (Plain Vanilla).

[27]Circular Reglamentaria Externa DODM-144 del Banco de la República. Sección 3. Derivados Financieros.

[28]Los Credit Default Swaps autorizados para las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, son una excepción a la prohibición general que establece la reglamentación cambiaria para la celebración de derivados de crédito. Éstos últimos, 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). De esta manera, 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.

[29]De acuerdo con lo establecido en la Sección 3 de la Circular Reglamentaria Externa DODM-144 del Banco de la República, "Las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia podrán celebrar Credit Default Swaps con agentes del exterior que realicen este tipo de operaciones de manera profesional con calificación crediticia de grado de inversión. Estos contratos tendrán las siguientes características: (i) Los contratos se realizarán con el propósito exclusivo de cobertura de las inversiones admisibles en activos de renta fija emitidos en moneda extranjera por emisores externos, que se encuentren en el portafolio de inversiones a la fecha de expedición de la resolución 7 de 2008; (ii) La cobertura se hará sobre el riesgo de crédito emisor des activo a cubrir. No se podrá adquirir protección sobre un activo al emisor del mismo; (iii) En caso de liquidación del activo subyacente se deberá cerrar la posición de cobertura; (iv) el plazo del contrato deberá ser menor o igual al plazo remanente del activo subyacente sobre el cual se emite la protección; (v) El monto nominal del contrato deberá ser inferior o igual al valor nominal del activo subyacente; (vi) La liquidación de estos contratos se realizará en la misma moneda del activo subyacente; (vii) Las entidades autorizadas podrán acordar la compensación de obligaciones y neteo de las mismas. La Superintendencia Financiera de Colombia autorizará de manera previa y expresa a cada una de las entidades el programa de cobertura que pretendan realizar con el instrumento autorizado".

[30]El artículo 2.35.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010 , autoriza a las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera a otorgar garantías para respaldar la celebración de operaciones de derivados financieros en los siguientes términos: "Las entidades sometidas a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera realicen operaciones con instrumentos financieros derivados y productos estructurados podrán otorgar garantías para la realización de dichas operaciones.
En desarrollo de lo anterior, se podrán otorgar garantías para la realización de operaciones con instrumentos financieros derivados y productos estructurados con los recursos de los fondos administrados por las sociedades administradoras de fondos de pensiones y de cesantías, de fondos de pensiones de jubilación o invalidez, aquellos correspondientes a los fondos de inversión colectiva administradas por sociedades fiduciarias, por sociedades comisionistas de bolsas de valores o por sociedades administradoras de fondos de inversión y los correspondientes a las reservas técnicas de las compañías de seguros o de sociedades de capitalización, de conformidad con el régimen aplicable a cada entidad, cartera colectiva, fondo o patrimonio administrado.
Las garantías se podrán otorgar en valores, títulos valores, dinero o en productos y bienes transables, con sujeción a lo dispuesto en el régimen de inversiones de la respectiva entidad sometida a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia.

[31]De acuerdo con el Anexo 2 del Capítulo XVIII de la Circular Contable y Financiera de la Superintendencia Financiera de Colombia, referente a los aspectos mínimos que deben contener los contratos marco locales para la realización de instrumentos financieros derivados, la cláusula de Recouponing (o pagos / neteos periódicos) "se refiere a la cancelación antes del vencimiento, con una frecuencia previamente establecida o cuando se alcanza o supera un determinado monto (umbral), de los saldos a favor o en contra que resulten de la valoración de un instrumento financiero derivado".

[32]Los anillos de seguridad a los que se hace referencia están constituidos por (i) los requisitos de aceptación de las operaciones, (ii) los criterios de selección de los miembros, (ii) la constante actualización de la información respecto de las posiciones de los miembros liquidadores, (iv) la permanente valoración de las garantías a precios de mercado, y (v) la imposición de límites de riesgo.

[33]El Parágrafo 2° del artículo 7° del Decreto 4800 de 2010 establece que "En ejercicio de la administración se podrán realizar las operaciones del mercado monetario a las que se refieren los artículos 2.36.3.1.1, 2.36.3.1.2 y 2.36.3.1.3 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que los modifiquen o sustituyan, o constituir las garantías que se requieran para el efecto".

Igualmente, podrán realizar operaciones con instrumentos financieros derivados y constituir las respectivas garantías.

## 5.4 PRINCIPALES DERIVADOS

Existen dos tipos de derivados básicos, que se transan a través de la BVC, a partir de los cuales se estructuran los instrumentos exóticos, híbridos y sintéticos: **(I)** las opciones y **(II)** los futuros.

### 5.4.1 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, es decir, si se ejerce la opción.

#### I) Clasificaciones generales

Las opciones se clasifican principalmente de las siguientes formas:

### a) 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 la opción 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 la opción 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:

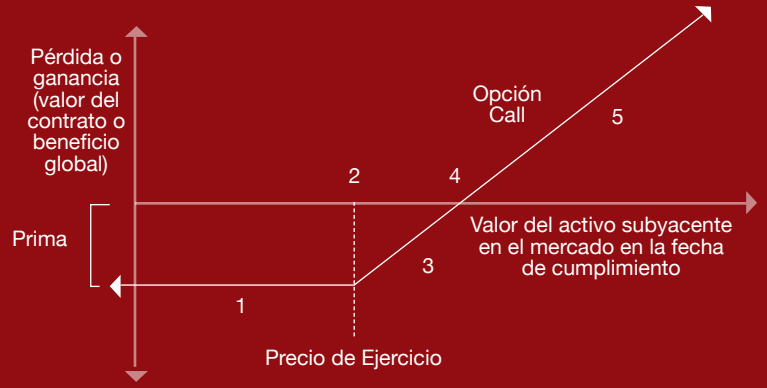
- Tenedora de una opción de venta: La entidad paga una prima por la opción de vender el activo al precio de ejercicio. Se dice que al final de dicha operación la entidad tiene una posición larga en la opción de venta.

- 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 la opción de venta.

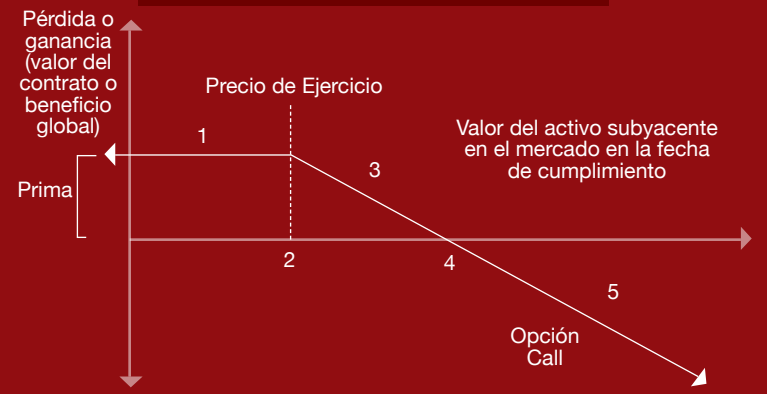
Teniendo en cuenta lo anterior, una opción puede representarse, desde el punto de vista financiero y del valor o del beneficio que tiene el contrato para las partes del mismo, de la siguiente forma:

GRÁFICA 23.1 CONTRATO DE OPCIÓN CALL.

**Tenedor de un call (quien tiene el derecho a comprar el activo subyacente)**




**Emisor de un call (quien se obliga a entregar el subyacente)**



Desde el punto de vista financiero, una opción call presenta cinco posibles escenarios (los cuales se encuentran señalados en la Gráfica 23.1.):

### I) El tenedor no ejerce la opción y, por lo tanto, pierde el valor de la prima mientras que el emisor gana ese mismo valor

En una opción call, el comprador paga una prima para tener el derecho a comprar el activo subyacente en algún momento en el futuro. Cuando el valor del activo en el mercado es menor que el precio de ejercicio, el comprador preferirá comprar el activo en el mercado a ejercer la opción. Como la prima ya ha sido pagada, el tenedor tendrá una pérdida equivalente al valor de la prima, mientras que el emisor de la opción ha tenido una utilidad por ese mismo valor.

**II)** Al tenedor le es indiferente ejercer o no la opción pero, en cualquier caso, tiene una pérdida equivalente al valor de la prima mientras que el emisor tiene una utilidad por ese mismo valor.

Cuando el precio de ejercicio pactado en la opción es igual al precio de mercado, al tenedor le va a ser indiferente ejercer o no la opción pues en ambos casos deberá pagar el mismo precio por el activo. En este caso, el resultado económico que obtiene el comprador es una pérdida equivalente al valor de la prima pagada mientras que el emisor, en cualquiera de los dos casos, tendrá una utilidad por ese mismo valor.

### III) El tenedor ejerce la opción con el fin de disminuir sus pérdidas mientras que el emisor tiene una utilidad menor al valor de la prima

Cuando el valor del activo subyacente en el mercado es más alto que el precio de ejercicio pactado, el tenedor ejercerá la opción. Sin embargo, cuando la diferencia entre **(I)** el precio de mercado y **(II)** el precio de ejercicio es menor que la prima pagada, no tendrá una utilidad, aunque sus pérdidas se verán disminuidas. Al emisor le ocurre lo contrario, es decir, en tal caso, sus utilidades empezarán a disminuir (serán menores que el valor de la prima).

Un ejemplo de lo anterior se presenta cuando dos partes celebran un contrato de opción sobre una determinada acción y pactan que el tenedor pagará una prima de 100 y tendrá derecho a comprar la acción por 1000. Si en la fecha de ejercicio el valor de la acción en el mercado es de 1050, el tenedor de la opción ejercerá su derecho de tal forma que, al hacerlo, tiene una pérdida de 50 (pues pagó, en total, 1100 por un activo cuyo valor era 1050), lo cual es menor al valor de la prima pagada.

### IV) Ninguna de las partes tiene utilidades ni pérdidas

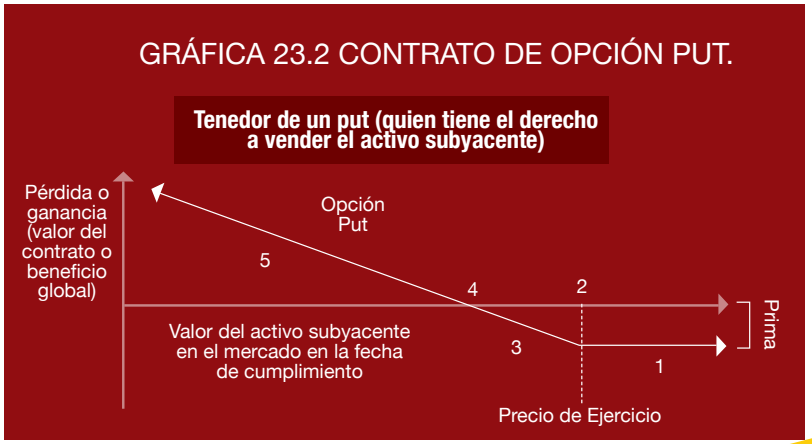
En caso que el valor del activo subyacente en el mercado sea mayor que el precio de ejercicio y que la diferencia entre **(I)** el precio en el mercado y **(II)** el precio de ejercicio sea exactamente igual al valor de la prima, el tenedor de la opción ejercerá su derecho y ambas partes tendrán una utilidad de cero. Lo anterior ocurre debido a que el valor de la prima pagada al momento de celebrar el contrato se compensa con la diferencia que existe entre el valor del activo en el mercado y el precio de ejercicio.

Siguiendo con el ejemplo dado en la sección anterior (en donde la prima es de 100 y el precio de ejercicio es 1000), si en la fecha de ejercicio el precio de la acción en el mercado es de 1100, ese valor será exactamente igual a todo lo que ha pagado el tenedor de la opción (es decir, la suma de la prima y el precio de ejercicio).

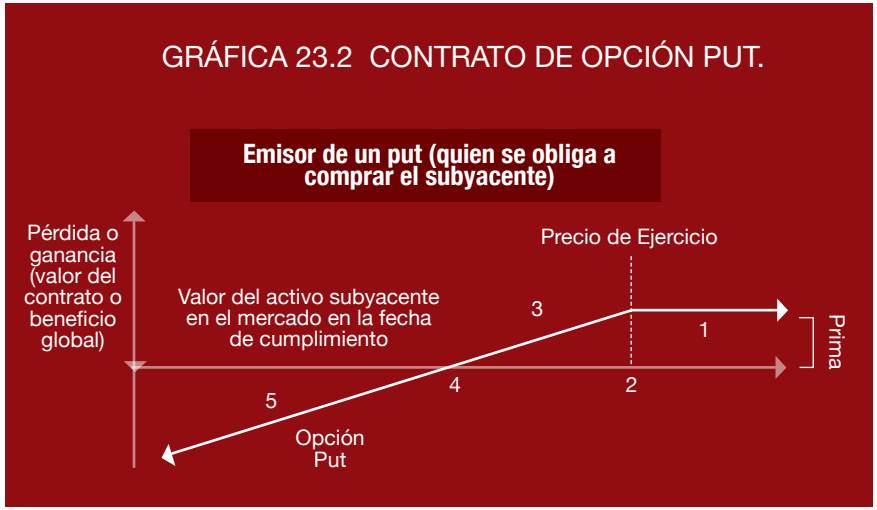
### V) El tenedor de la opción tiene utilidades mientras que el emisor de la misma tiene pérdidas

En caso que el valor del activo subyacente en el mercado sea mayor que la suma del precio de ejercicio y la prima pagada, el tenedor de la opción empezará a tener utilidades. El monto de estas utilidades será igual al precio de mercado menos **(I)** el valor de la prima y **(II)** el precio de ejercicio. Por el contrario, el emisor de la opción tendrá pérdidas por un monto equivalente a la utilidad que haya tenido el tenedor.

GRÁFICA 23.2 CONTRATO DE OPCIÓN PUT.



GRÁFICA 23.2 CONTRATO DE OPCIÓN PUT.




Desde el punto de vista financiero, una opción put presenta igualmente cinco posibles escenarios (los cuales se encuentran señalados en la Gráfica 23.2.):

### I) El tenedor no ejerce la opción y, por lo tanto, pierde el valor de la prima mientras que el emisor gana ese mismo valor

En una opción put, el comprador paga una prima para tener el derecho a vender el activo subyacente en algún momento en el futuro. Cuando el valor del activo en el mercado es mayor que el precio de ejercicio, el comprador preferirá vender el activo en el mercado a ejercer la opción. Como la prima ya ha sido pagada, el tenedor tendrá una pérdida equivalente al valor de la prima, mientras que el emisor de la opción ha tenido una utilidad por ese mismo valor.

### II) Al tenedor le es indiferente ejercer o no la opción pero, en cualquier caso, tiene una pérdida equivalente al valor de la prima mientras que el emisor tiene una utilidad por ese mismo valor

Cuando el precio de ejercicio pactado en la opción es igual al precio de mercado, al tenedor le va a ser indiferente ejercer o no la opción pues en ambos casos recibirá el mismo precio por el activo. En este caso, el resultado económico que obtiene el comprador es una pérdida equivalente al valor de la prima pagada mientras que el emisor, en cualquiera de los dos casos, tendrá una utilidad por ese mismo valor.

### III) El tenedor ejerce la opción con el fin de disminuir sus pérdidas mientras que el emisor tiene una utilidad menor al valor de la prima

Cuando el valor del activo subyacente en el mercado es más bajo que el precio de ejercicio pactado, el tenedor ejercerá la opción. Sin embargo, cuando la diferencia entre (i) el precio de ejercicio y (ii) el precio de mercado es menor que la prima pagada, no tendrá una utilidad, aunque sus pérdidas se verán disminuidas. Al emisor le ocurre lo contrario, es decir, en tal caso, sus utilidades empezarán a disminuir (serán menores que el valor de la prima).

Un ejemplo de lo anterior se presenta cuando dos partes celebran un contrato de opción sobre una determinada acción y pactan que el tenedor pagará una prima de 100 y tendrá derecho a vender la acción por 1000. Si en la fecha de ejercicio el valor de la acción en el mercado es de 950, el tenedor de la opción ejercerá su derecho de tal forma que, al hacerlo, tiene una pérdida de 50 (pues recibió, como neto, 900 por un activo cuyo valor era 950), lo cual es menor al valor de la prima pagada.

### IV) Ninguna de las partes tiene utilidades ni pérdidas

En caso que el valor del activo subyacente en el mercado sea mayor que el precio de ejercicio y que la diferencia entre (ii) el precio de ejercicio y (i) el precio en el mercado sea exactamente igual al valor de la prima, el tenedor de la opción ejercerá su derecho y ambas partes tendrán una utilidad de cero. Lo anterior ocurre debido a que el valor de la prima pagada al momento de celebrar el contrato se compensa con la diferencia que existe entre el valor del activo en el mercado y el precio de ejercicio.

Siguiendo con el ejemplo dado en la sección anterior (en donde la prima es de 100 y el precio de ejercicio es 1000), si en la fecha de ejercicio el precio de la acción en el mercado es de 900, ese valor será exactamente igual a la diferencia entre el precio al cual el tenedor puede vender su activo y la prima que ha recibido (es decir, la diferencia entre el precio de ejercicio y la prima).

### V) El tenedor de la opción tiene utilidades mientras que el emisor de la misma tiene pérdidas

En caso que el valor del activo subyacente en el mercado sea menor que la diferencia entre el precio de ejercicio y la prima pagada, el tenedor de la opción empezará a tener utilidades. El monto de estas utilidades será

igual al precio de ejercicio menos (I) el valor de la prima y (II) el precio de mercado. Por el contrario, el emisor de la opción tendrá pérdidas por un monto equivalente a la utilidad que haya tenido el tenedor.

b) 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.

### 5.4.1.1 FUTUROS

#### a) Definición

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."

#### b) Subyacentes actualmente ofrecidos en el mercado de derivados estandarizados

De acuerdo con el artículo 2.1.1 del Reglamento General del Mercado de Derivados de la BVC, los siguientes son los contratos de derivados que pueden realizarse a través del sistema de ésta:

I) Contratos de Futuros y Contratos de Opciones sobre Renta Fija: Son aquellos contratos cuyo activo subyacente está referido a un activo relacionado con los mercados de Renta Fija.

Dentro de este tipo de contratos, se encuentra el Contrato de Futuro o de Opción cuyo activo subyacente son TES, considerados ya sea de manera individual o conjunta, a través de la construcción de una canasta o bono teórico.

II) Contratos de Futuros y Contratos de Opciones sobre Renta Variable: Son aquellos contratos cuyo activo subyacente está referido a un activo relacionado con los mercados de renta variable.

III) Contratos de Futuros y Contratos de Opciones sobre Divisas: Son aquellos contratos cuyo activo subyacente está referido a un activo relacionado con el mercado de divisas.

IV) Contratos de Futuros y Contratos de Opciones sobre Tasa de Interés: Son aquellos contratos cuyo activo subyacente está referido a un activo relacionado con los mercados de tasa de interés.

V) Contratos de Futuros y Contratos de Opciones sobre *Commodities:* Son aquellos contratos cuyo activo subyacente está referido a un activo relacionado con el mercado de materias primas, agrícolas, eléctricas u otro relacionado.

VI) Contratos de Futuros y Contratos de Opciones sobre Índices: Son aquellos contratos cuyo activo subyacente está relacionado con un índice.

Dentro de este tipo de contratos, se encuentran aquellos cuyos activos subyacentes están referidos a índices de renta fija, índices de renta variable, índices de monedas, índices de volatilidad, índices de precios e índices sobre *commodities*.

#### c) Principales diferencias entre los forwards[34] y los futuros.

Los contratos sobre forwards y los contrataos sobre futuros cuentan con varias similitudes y de hecho son, básicamente, el mismo tipo de contrato. Sin embargo, presentan algunas diferencias que reflejan el hecho de 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.

Así, las principales diferencias que se presentan entre uno y otro contrato son las siguientes:

[34] La Circular Básica Contable y Financiera de la Superintendencia 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: (I) Forwards sobre *commodities:* En estos casos el subyacente que será transferido es un *commodity;* (II) Forwards sobre tasa de cambio: En este caso el activo subyacente que será transferido está compuesto por una cantidad determinada de divisas; (III) 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; (IV) Índices bursátiles: en este caso, el subyacente de las operaciones recae sobre el comportamiento de un determinado índice accionario, escogido por las partes, que determinará el precio del contrato.

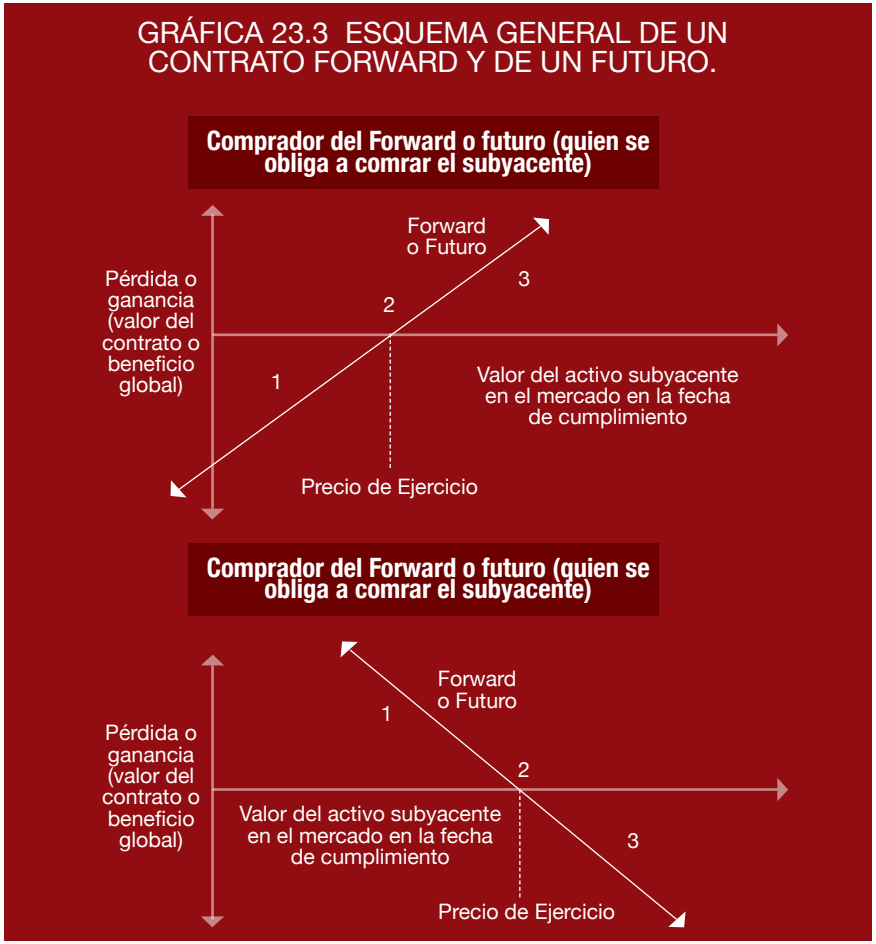
## TABLA 43. PRINCIPALES DIFERENCIAS ENTRE FORWARDS Y FUTUROS

| | FORWARD | FUTURO |
|---|---|---|
| **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 un Bolsa |
| **MITIGANTES DE RIESGOS** | Sujeto a las estipulaciones de las partes, se puede acordar el establecimiento de garantías o depósito de un margen inicial, que podrá ser ajustado de acuerdo con las condiciones de cada operación | Debe depositarse un margen inicial, el cual se ajusta todos los días |
| **MERCADO SECUNDARIO** | Virtualmente ninguno | La BVC |
| **GARANTÍAS INSTITUCIONALES** | La Cámara de Riesgo Central de Contraparte, en caso de que las partes decidan llevar las operaciones a la misma. | Una Cámara de Compensación o de Riesgo Central de Contraparte |
| **CUMPLIMIENTO** | Normalmente, financiero | Normalmente, se cierra la posición antes del vencimiento |

### d) 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 23.3 ESQUEMA GENERAL DE UN CONTRATO FORWARD Y DE UN FUTURO.




Las operaciones con forwards y/o con futuros son juegos de suma cero y existen tres escenarios posibles:

#### I) El precio de ejercicio es más alto que el precio del activo subyacente en el mercado de contado

En este caso, el comprador tendrá una pérdida equivalente a la diferencia entre el precio de ejercicio (lo que efectivamente debió

pagar) y el precio del activo subyacente en el mercado (el precio que podría haber pagado si hubiera acudido al mercado de contado). Esa misma diferencia da la utilidad del vendedor.

**II) El precio de ejercicio es exactamente igual al precio del activo subyacente en el mercado de contado:** En este caso, ninguna de las partes sufre pérdidas ni tiene utilidades.

**III) El precio de ejercicio es menor que el precio del activo subyacente en el mercado de contado:** En este caso, el vendedor tendrá una pérdida equivalente a la diferencia entre el precio del activo en el mercado (lo que habría podido recibir de haber acudido al mercado de contado) y el precio de ejercicio (lo que efectivamente recibió).

## 5.5 REGULACIÓN EXTRANJERA RELEVANTE EN MATERIA DE DERIVADOS (DODD-FRANK ACT Y EMIR)

Como consecuencia de la crisis financiera internacional del año 2008, en septiembre de 2009, el grupo de los 20 o G-20 determinó que se debían introducir reformas al sistema financiero internacional y para tal efecto, encomendó realizar los estudios necesarios a IOSCO (International Organization of Securities Commissions) y al FSB (Financial Stability Board) con el fin de que, a partir de estos estudios y sus correspondientes propuestas, los Estados del grupo de los 20 procedieran a iniciar las reformas relevantes a su marco regulatorio.

Teniendo en cuenta lo estudios realizados por IOSCO y el FSB, y los compromisos adquiridos por los Estados del G-20, Estados Unidos promulgó, en julio de 2010, el *Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act o Dodd-Frank Act.*

El Título VII del Dodd-Frank Act tuvo como fin, entre otros, introducir reformas a la regulación de los instrumentos derivados. Dentro de las principales metas se encontraba reducir el riesgo, aumentar la transparencia y fomentar la integridad del mercado dentro del sistema financiero. La regulación que desarrolla el Dodd-Frank Act fue encomendada a la *Commodity Futures Trading Commission ("CFTC") y a la Securities and Exchange Comission ("SEC").*

Dentro de las principales modificaciones que introduce el Dodd-Frank Act al mercado de derivados, se encuentran las siguientes:

**I)** Establecer regulación para cierto tipo de entidades que, por sus características deben registrarse ante la CFTC. Estas entidades pueden ser categorizadas en *Swap Dealers,* los cuales son entidades que, como se verá más adelante, realizan *dealing* de swaps y superan un umbral mínimo de operaciones con contrapartes Estadounidenses, y *Major Swap Participants,* quiénes no realizan actividades de *dealing,* pero sí realizan operaciones de swaps que por su magnitud e impacto para el comercio de los Estados Unidos, se establecen como sujetos a ser regulados y controlados, exigiéndose el registro de los mismos ante la CFTC.

**II)** Imponer requisitos de compensación, liquidación y negociación sobre instrumentos derivados.

**III)** Establece regulaciones a nivel de la entidad que realiza las operaciones, así como también frente a las operaciones como tal. En general, se establecen obligaciones de registro, reporte, entrega de información, entre otras.

Por su parte, en Europa se expidió el European Market Infrastructure Regulation o EMIR, bajo el cual, de manera similar al Dodd-Frank Act, se introdujeron varias reformas a la regulación de derivados. EMIR fue publicado el 27 de julio de 2012, mediante la Regulación (EU) 648/2012. En general, a continuación presentamos las características principales de EMIR:

**I)** requiere a ciertas contrapartes hacer el clearing de sus derivados over-the-counter (OTC) que cumplan con ciertos criterios de elegibilidad, a través de una cámara de compensación o authorized central counterparty (CCP).

**II)** Obliga a las contrapartes y a los CCPs reportar cierta información respecto de los derivados que se celebran, sean transados a través de la cámara o por fuera, a través de trade repositories autorizados.

**III)** Obliga a las contrapartes a establecer mecanismos de gestión, monitoreo y mitigación del riesgo.

En virtud de los anteriores requerimientos impuestos mediante el Dodd-Frank Act y EMIR, las entidades colombianas que negocian derivados con entidades extranjeras (principalmente estadounidenses y europeas) se han visto obligadas a celebrar adendas a sus contratos marco de derivados y a suscribir diferentes protocolos que permiten el cumplimiento de la regulación extranjera aplicable a las entidades sujetas a la supervisión bajo Dodd-Frank Act y EMIR[35].

[35] Estos protocolos son principalmente el ISDA August 2012 DF Protocol, ISDA March 2013 DF Protocol, ISDA 2013 EMIR NFC Representation Protocol e ISDA 2013 EMIR Portfolio Reconciliation, Dispute Resolution and Disclosure Protocol.

# CAPÍTULO #9

# 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, dicha entidad 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 al final del capítulo se hace una descripción general sobre 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 44. 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:<br><br>**I)** Afectar la libre formación de los precios en el mercado de valores<br><br>**II)** Manipular la liquidez de determinado valor<br><br>**III)** Aparentar ofertas o demandas de valores<br><br>**IV)** Disminuir, aumentar, estabilizar o mantener artificialmente el precio, la oferta o la demanda de determinado valor<br><br>**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 RNVE; 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 |

| TIPO DE INFRACCIÓN | DESCRIPCIÓN DE LAS CONDUCTAS |
|---|---|
| **INFRACCIONES RELACIONADAS CON EL SUMINISTRO DE INFORMACIÓN AL MERCADO** | No llevar la contabilidad conforme a las normas aplicables, o llevarla en forma tal que imposibiliten 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 previstos en la normatividad vigente.<br><br>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 |
| **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 fondos de inversión colectiva colectivas |
| | Incumplir la normatividad vigente en materia de prevención y control de actividades delictivas a través del mercado de valores, lo cual es únicamente aplicable a las entidades sujetas a la inspección |

| | |
|---|---|
| **INFRACCIONES RELACIONADAS CON EL RÉGIMEN INSTITUCIONAL DE DETERMINADOS PARTICIPANTES EN EL MERCADO** | y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera, en su calidad de participantes en el mercado de valores y a las instituciones financieras |
| | 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<br>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<br><br>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 a control exclusivo de la Superintendencia Financiera |
| | 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 |
| **OTRAS INFRACCIONES** | 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 le 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 restablecerá 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 mantendrá por veinte (20) años.

Las sanciones pecuniarias institucionales éstas están sujetas a los límites previstos en la Ley 964 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 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 45. 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 |
| **PRINCIPIOS SANCIONATORIOS.** | 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 |

| | |
|---|---|
| **CRITERIOS DE GRADUACIÓN** | 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 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 financiación del terrorismo en sus 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 coyuntura un servicio financiero).
El SARLAFT tiene 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 establecer 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:

### a) 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 rechazadas 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.

### b) 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.

### c) 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.

### d) 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.

### e) Otros reportes

Además de los anteriores, la Circular Básica Jurídica señala las siguientes obligaciones de reporte, las cuales 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 el Capítulo XIII del Título I de la Circular Básica Jurídica de la Superintendencia Financiera (en adelante el " Capítulo XIII), el cual 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 aplican de forma distinta para el mercado primario y para el mercado secundario, según se describe a continuación.

### 3.2.1 ENTIDADES OBLIGADAS DE 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, corresponderá al emisor dar aplicación a las instrucciones relativas a la prevención y control y lavado de activos y de la financiación del terrorismo previstas en el Capítulo XIII.

Por el contrario, cuando la colocación se haga a través de una entidad vigilada por la Superintendencia Financiera, corresponde a ésta darle aplicación a las instrucciones relativas a la administración del riesgo de lavado de activos y de la financiación del terrorismo, de conformidad con lo establecido en el Capítulo XI del Título I de la Circular Básica Jurídica.

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 24. 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, para lo cual podrá designar a una de las entidades que hizo parte de la colocación u otra entidad vigilada por la Superintendencia Financiera, para que se encargue de realizar dicha consolidación. En este caso, cada una de las entidades vigiladas deberá darle cumplimiento al Capítulo XI del Título I de la Circular Básica Jurídica y efectuar en forma individual, los reportes que trata dicho Capítulo.

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 la 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, dar aplicación a las instrucciones relativas a la administración del riesgo de lavado de activos y de la financiación del terrorismo.

### 3.2.2 SISTEMA DE PREVENCIÓN Y CONTROL DE LAVADO DE ACTIVOS

El Capítulo XIII 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 el mencionado Capítulo. 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 Keneth. "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.

CORTE CONSTITUCIONAL, Sala Plena. Sentencia C-406 de 2004. Exp. D-4874. M.P. Clara Inés Vargas Hernández.

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 (editors). 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.

MCLAUGHLIN, Joseph and JOHNSON, Jr. Charles. "Corporate Finance and the Securities regulation", Fourth Edition, Wolters Kluwer, 2007.

FRADIQUE-MÉNDEZ L. Carlos y OSPINA JIMÉNEZ, Adriana. "The boom of Rep Offices in Colombia", International Financial Law Review (IFLR), abril, 2013.

FRADIQUE-MÉNDEZ L. Carlos y OSPINA JIMÉNEZ, Adriana. "Marketing of foreign products and services", International Financial Law Review (IFLR), septiembre, 2012.

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 – Como 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.

FRADIQUE-MÉNDEZ L. Carlos. "Marco Legal para Adquisición de Empresas", en Gerencia Financiera. Universidad de los Andes, 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. Pg. 534.

MARRIS Robin y MUELLER Dennos. "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.