

ANÁLISIS DEL CONCEPTO DE VALOR EN LA REGULACIÓN COLOMBIANA



Ever Leonel Ariza Marín*
Académico correspondiente

Resumen: En Colombia, un valor es todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión y que tenga como objetivo o efecto la captación de recursos del público. En el ordinal b) numeral 6 del artículo 1 de la Ley 964/05, se señaló que uno de los criterios de intervención en el mercado de valores es la prevalencia de los aspectos económicos y financieros sobre la forma, al momento de considerar si un determinado instrumento es o no un valor. Por su parte, el artículo 4, de la misma ley, otorgó al Gobierno la facultad de reconocer si un determinado derecho patrimonial o instrumento financiero tiene la calidad de valor. A partir de esta facultad, la Superintendencia Financiera ha sostenido de forma reiterada que mientras no exista un acto administrativo del Gobierno que reconozca que un determinado instrumento

* Abogado de la Pontificia Universidad Javeriana, con estudios de especialización en Derecho Financiero y Bursátil y en Negocios Transnacionales en la Universidad Externado de Colombia. Profesor de Derecho Bursátil en la Universidad Javeriana y de la Especialización en Derecho Financiero, así como de la Maestría en Derecho Económico de la misma Universidad.

financiero es un valor, no se le puede considerar como tal. Esta postura implica que, a través de instrumentos que otorguen derechos de participación no reconocidos previamente como valores, se puede captar y aprovechar el ahorro del público sin someterse a los requisitos y deberes de información que supone la inscripción de un valor en el Registro Nacional de Valores y Emisores y la autorización de su oferta pública, ni incurrir en ilegalidad de ningún tipo. Un caso concreto de esta situación se presenta con los denominados derechos fiduciarios cuya regulación permite que sean ofrecidos pública y abiertamente, sin sujeción al régimen del mercado de valores. El presente ensayo aborda esta problemática y analiza, en detalle y de forma crítica, los elementos del concepto de valor vigente en Colombia.

Palabras clave: Intervención del Estado en el mercado de valores, concepto de valor, derecho negociable, oferta pública, mercado de valores, captación de recursos a través de valores, valores innominados, derechos fiduciarios

ANALYSIS OF THE CONCEPT OF SECURITY IN COLOMBIAN REGULATION

Abstract: In Colombia, a security is any right of a negotiable nature, that is part of an issuance and that has the objective or effect of attracting resources from the public. According to Article 1, letter b), number, 6, from the Securities Act (Law 964/05) one of the intervention criteria in the stock market is the prevalence of economic and financial aspects over the form when considering whether a certain instrument is or is not a security. Article 4 of the Securities Act gave the Government the power to recognize whether a certain equity right or financial instrument could be considered as a security. Based on this power, the Financial Superintendency has repeatedly maintained that as long as there is no decree from the Government that recognizes a certain financial instrument as a security, it cannot be considered as such. This position implies that through instruments that grant participation rights not previously recognized as securities, it is possible to take advantage of the public's savings without submitting to the information requirements and duties involved in registering a security in the National Securities and Issuers Registry and the authorization of its public offering, nor incurring in illegality of any kind. A specific case of this situation is presented with the so-called trust rights whose regulation allows them to be publicly offered and openly without being subject to the securities market regime. This essay addresses this problem and analyzes in detail and critically the elements of the concept of a security in Colombia.

Key words: State intervention in the stock market, concept of security, negotiable right, public offering, stock market, fundraising through securities, unnamed securities, trust rights

La intervención en el mercado de valores

El artículo 335 de la Constitución Política de Colombia (1991), señala:

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

Por su parte, el literal d) del numeral 19 del artículo 150 de la misma Constitución, establece que, a través de la ley, le corresponde al Congreso dictar las normas generales y señalar en ellas los objetivos y criterios a los cuales se debe sujetar 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 desarrollo de esta facultad el Congreso expidió la Ley 964 de 2005 –en adelante simplemente la ley–, mediante la cual estableció los objetivos y criterios a los que debe sujetarse el Gobierno para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público, a través de valores y para ello sigue los estándares internacionales establecidos por International Organization of Securities Commissions (IOSCO)¹.

La ley es de naturaleza mixta², en cuanto es una ley marco que contiene también disposiciones de una ley ordinaria. En efecto, el Título Primero,

¹ La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) “Es el organismo internacional que reúne a los reguladores de valores del mundo y es reconocido como el emisor de estándares globales para el sector de valores. IOSCO desarrolla, implementa y promueve el cumplimiento de estándares reconocidos internacionalmente para la regulación de valores. Trabaja intensamente con el G20 y el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) en la agenda de reforma regulatoria global”. ORGANIZACIÓN INTERNACIONAL DE COMISIONES DE VALORES (International Organization of Securities Commissions [IOSCO], por sus siglas en inglés), (Con acceso el 2 de mayo de 2021). Disponible en <https://www.iosco.org>

² Las leyes mixtas son constitucionales, según lo ha señalado la Corte Constitucional. En sentencia C-133/93 la Corte dijo:

El Congreso de la República está facultado para promulgar, bajo el trámite general señalado en los artículos 145, 154, 157, 159, 160, 161 y 162 de la Carta, entre otros, todas aquellas leyes que no sean objeto de requisitos especiales. Significa esto que a los miembros de la rama legislativa les está permitido tramitar de igual forma las leyes ordinarias y las leyes cuadro o marco, hoy denominadas leyes generales (art. 150, N. 19 C.P.), toda vez que el

conformado por los primeros cinco artículos, es el que le otorga la naturaleza de ley marco³. Allí se establecieron los objetivos y criterios de la intervención en el mercado de valores, que complementan el marco de actuación gubernamental “Con la fijación de los instrumentos de intervención, la determinación del concepto de valor y de las actividades que conforman el mercado de valores”⁴. Los demás artículos, si bien se refieren a otros asuntos relacionados con dicho mercado, corresponden a los de una ley ordinaria.

Los objetivos de la intervención

Están plasmados en el ordinal a) del artículo 1 de la ley, dentro de los cuales, y para los efectos del presente ensayo, se resaltan dos:

- La protección de los derechos de los inversionistas.
- La preservación de la confianza del público en el mercado de valores.⁵

constituyente estableció las mismas exigencias para su promulgación. Por lo tanto, si el legislador incluyó aspectos propios de una ley ordinaria dentro de una ley general o marco, no existe un vicio de inconstitucionalidad, no porque aquello no le esté prohibido, como erróneamente lo sostiene el señor Procurador General de la Nación, sino porque, por el contrario, le está constitucionalmente permitido.

CORTE CONSTITUCIONAL DE COLOMBIA.C-133 de 1993. Magistrado Ponente: Dr. NARANJO MESA, Vladimiro. En el mismo sentido pueden verse las sentencias de la CORTE CONSTITUCIONAL DE COLOMBIA.C-054 de 1998. Magistrado Ponente: Dr. MORÓN DIAZ, Fabio y CORTE CONSTITUCIONAL DE COLOMBIA.C-955 de 2000. Magistrado Ponente: Dr. HERNÁNDEZ GALINDO, José Gregorio.

³ Las leyes marco, según lo señalado por la Corte Constitucional tienen como finalidad “la de señalar, a través de normas generales, los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno, cuando proceda a desarrollar y aplicar dichas normas, sin que le esté permitido exceder o desbordar los parámetros trazados, de modo general por el legislador.” Ibid.

⁴ sobre el mismo tema pueden verse las sentencias: CORTE CONSTITUCIONAL DE COLOMBIA. C- 57 de 1994. Magistrado Ponente: Dr. MORÓN DIAZ, Fabio, CORTE CONSTITUCIONAL DE COLOMBIA. C- 582 de 1996. Magistrado Ponente: Dr. CIFUENTES MUÑOZ, Eduardo, CORTE CONSTITUCIONAL DE COLOMBIA. C-026 de 2020. Magistrado Ponente: Dr. LINARES CANTILLO, Alejandro, CORTE CONSTITUCIONAL DE COLOMBIA. C- 579 de 2001. Magistrado Ponente: Dr. MONTEALEGRE LYNETT, Eduardo, CORTE CONSTITUCIONAL DE COLOMBIA. C-1266 de 2000. Magistrado Ponente: Dra. SÁCHICA MÉNDEZ, Martha Victoria y CORTE CONSTITUCIONAL DE COLOMBIA. C-1161 de 2000. Magistrado Ponente: Dr. MARTÍNEZ CABALLERO, Alejandro.

⁴ Véase exposición de motivos de la LEY 964 de 2005.

⁵ Otros objetivos de la intervención son los de promover el desarrollo y la eficiencia del mercado de valores, prevenir y manejar el riesgo sistémico del mercado de valores y preservar el buen funcionamiento, la equidad, la transparencia, la disciplina y la integridad de dicho mercado.

Los objetivos son la razón de ser de la intervención en el mercado de valores y corresponden, como se dijo, a un estándar internacional establecido por IOSCO. Dada su importancia, el propósito de cumplir los objetivos debe permear y orientar toda la regulación de valores que expida el Gobierno, así como las labores de supervisión e instrucción que se llevan a cabo, a través de la Superintendencia Financiera.

De forma complementaria a los objetivos, la ley señala los criterios a los que se debe ceñir el Gobierno, al llevar a cabo la intervención en el mercado de valores, los cuales están listados en el ordinal b) del artículo 1.

Los criterios de intervención

Son las reglas de juicio que el Gobierno debe tener en cuenta para cumplir los objetivos de intervención y, en ese sentido, tienen un campo de aplicación bastante amplio, en tanto son transversales a las diferentes facultades o competencias a cargo del Gobierno, es decir, no se refieren únicamente a la regulación sino también a la supervisión, a los procedimientos de las autoridades y a otras actividades como la implementación de políticas en distintos campos, dentro de las que se encuentra, por ejemplo, la política de educación financiera a los inversionistas. Por su pertinencia para el tema objeto de análisis es importante resaltar dos de los criterios de intervención⁶:

- Que se dé **prelación al sentido económico y financiero sobre la forma**, al determinar si algún derecho o instrumento es un valor o si alguna actividad es de aquellas que requieran autorización o re-

⁶ Los demás criterios son: –Que se promueva el desarrollo y la democratización del mercado de valores, así como su conocimiento por parte del público./ –Que la regulación y la supervisión del mercado de valores se ajusten a las innovaciones tecnológicas y faciliten el desarrollo de nuevos productos y servicios dentro del marco establecido en la ley./ –Que las normas y los procedimientos sean ágiles, flexibles y claros, y que las decisiones administrativas sean adoptadas en tiempos razonables y con las menores cargas administrativas posibles./ –Que los costos de la supervisión y la disciplina del mercado de valores sean eficiente y equitativamente asignados, y que las cargas que se impongan a los participantes del mercado sean consideradas, teniendo en cuenta, en la medida de lo posible, la comparación entre el beneficio y el costo de las mismas./ –Que se evite impedir o restringir la competencia./ –Que se garantice que las operaciones realizadas en el mercado de valores sean llevadas hasta su puntual y exacta compensación y liquidación./ –Que se propenda porque en la regulación y la supervisión se eviten los arbitrajes, procurando que exista uniformidad en las normas que se expidan.

gistro y, en general, cuando expida normas dirigidas a la protección de los derechos de los inversionistas.

- Que el mercado de valores esté provisto de **información oportuna, completa y exacta.**

Las actividades del mercado de valores

Un primer aspecto que se destaca de la ley es que instituyó las denominadas actividades del mercado de valores⁷; asunto que tiene diversas implicaciones y propósitos.

A manera de contexto, se tiene en cuenta que, antes de la expedición de la ley la regulación particular del mercado de valores, como la regulación financiera que tenía incidencia en este mercado, se habían enfocado en establecer una normativa integral para cada una de las distintas entidades vigiladas por las antiguas Superintendencia Bancaria y Superintendencia de Valores⁸, la que comprendía los términos, condiciones y reglas específicas con base en las cuales cada tipo de entidad podía llevar a cabo su objeto social autorizado. Se trataba de una regulación por entidades.

Con el tiempo, este enfoque de creación normativa fue dando paso a la existencia de casos de arbitraje regulatorio en el mercado de valores; en particular, esta situación se hizo notoria entre los intermediarios de dicho mercado debido a que la composición de este sector sufrió cambios importantes, a partir de la transformación de la Comisión Nacional de Valores en Superintendencia de Valores⁹.

Además de las sociedades comisionistas, intermediarios más tradicionales, fueron establecidas nuevas operaciones de intermediación y comenzaron a tener participación significativa otros intermediarios de valores como los bancos, las corporaciones financieras y las sociedades fiduciarias, asunto

⁷ Véase el art. 3 de la ley.

⁸ Mediante DECRETO 4327 de 2005 se dispuso la fusión de la Superintendencia Bancaria por la Superintendencia de Valores y la nueva entidad resultante se denominó Superintendencia Financiera.

⁹ La transformación de la Comisión Nacional de Valores en Superintendencia de Valores se estableció en el artículo 52 de la Constitución Política de 1991, promulgada por la Asamblea Nacional Constituyente. Posteriormente, se adecuó la estructura de la Comisión Nacional de Valores a su nueva naturaleza de Superintendencia de Valores mediante el Decreto 2739 de 1991.

que no necesariamente tuvo una respuesta integral y comprensiva en la regulación.

La situación se vio propiciada, en parte por la coexistencia de reguladores, toda vez que, aparte de las disposiciones contenidas en algunas leyes de intervención¹⁰, la regulación aplicable a las operaciones de las entidades vigiladas por la Superintendencia de Valores era expedida por la Sala General de dicha entidad y por el Superintendente de Valores¹¹, al paso que las entidades vigiladas por la Superintendencia Bancaria se regían por las normas expedidas por el Gobierno Nacional por conducto del Ministerio de Hacienda¹² y por las instrucciones impartidas por el Superintendente Bancario, principalmente, y solo complementariamente por las expedidas por la Sala General y el Superintendente de Valores en lo que tenía que ver con aspectos puntuales de su participación en el mercado de valores.

Como resultado, distintos tipos de entidades que en lo material llevaban a cabo las mismas operaciones de intermediación autorizadas, tenían reglas de funcionamiento distintas. Un ejemplo de esta situación lo representaba el caso de las sociedades comisionistas de bolsa, las sociedades fiduciarias y las sociedades administradoras de inversión, que tenían en común la autorización legal para administrar vehículos colectivos de inversión

¹⁰ LEY 35 de 1993, 5 de enero de 1993. Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades financiera, bursátil y aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público y se dictan otras disposiciones en materia financiera y aseguradora. *Diario Oficial No. 40.710, de 5 de enero de 1993*, LEY 510 DE 1999, 3 de agosto de 1993. Por la cual se dictan disposiciones en relación con el sistema financiero y asegurador, el mercado público de valores, las Superintendencias Bancaria y de Valores y se conceden unas facultades. *Diario Oficial No 43.654 de 4 de agosto de 1999*, LEY 795 de 2003, 14 de enero de 2003. Por la cual se ajustan algunas normas del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y se dictan otras disposiciones. *Diario Oficial No. 45.064 de 15 de enero de 2003* y la LEY 1328 de 2009, 15 de julio de 2009. Por la cual se dictan normas en materia financiera, de seguros, del mercado de valores y otras disposiciones. *Diario Oficial No. 47.411 de 15 de julio de 2009*.

¹¹ Así lo establecían los incisos tercero, cuarto y quinto del ARTÍCULO 33 de la LEY 35 de 1993. En virtud de lo anterior, la Sala General de la Superintendencia de Valores expidió la Resolución 400 de 1995 y el Superintendente de Valores la Resolución 1200 del mismo año, que constituyeron en su momento las normas comprensivas de toda la regulación aplicable al mercado de valores en Colombia.

¹² Véase en ese sentido el ARTÍCULO 8 de la LEY 35 de 1993. En virtud de la facultad otorgada al Gobierno se expidió el Decreto Ley 663 de 1993, conocido como el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, vigente a la fecha.

—denominados de distinta manera dependiendo del tipo de entidad¹³—. A pesar de esta similitud, cada entidad se sujetaba a una regulación propia, en algunos casos, con normas más o menos ventajosas para cada una de ellas.¹⁴

Se pretendió superar esta problemática con la expedición de la ley, por cuanto la regulación que, a partir de su entrada en vigor expida el Gobierno con base en las facultades que le otorga el artículo 4-a, se debe enfocar en la respectiva actividad del mercado de valores como tal, con independencia del tipo de entidad que la lleve a cabo.

De suerte que al regularse la actividad se elimina el arbitraje regulatorio en el mercado de valores o, cuando menos se propende por ello, pues los diferentes agentes que la realizan tienen que someterse a las mismas reglas de juego, independientemente de su naturaleza jurídica.

Por otra parte, con la expedición de la ley se unificó el regulador tanto financiero como del mercado de valores, pues tal facultad se otorgó al Gobierno Nacional, lo que implicó la eliminación de la Sala General de la Superintendencia de Valores¹⁵.

Posteriormente, se fusionaron las Superintendencias Bancaria y de Valores, dando surgimiento a la actual Superintendencia Financiera¹⁶, unificán-

¹³ Las sociedades comisionistas administraban fondos de valores, las sociedades fiduciarias fondos comunes ordinarios y fondos comunes especiales y las sociedades administradoras de inversión fondos de inversión.

¹⁴ Un ejemplo de esta situación tenía que ver con el límite de participación que un suscriptor podía tener en el vehículo colectivo de inversión. En el caso de los fondos comunes ordinarios, administrados por sociedades fiduciarias, el límite máximo de participación de una persona era el 5% del valor del fondo (artículo 153-2-i del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero), mientras en el caso de los fondos de valores abiertos, administrados por sociedades comisionistas, el límite máximo de participación de una persona era el 10% de los derechos del fondo (Resolución 400, expedida por la Sala General de la Superintendencia de Valores, artículo 2.4.3.13).

¹⁵ ARTÍCULO 75 de la LEY 35 de 1993, 5 de enero de 1993. Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades financiera, bursátil y aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público y se dictan otras disposiciones en materia financiera y aseguradora. *Diario Oficial No. 40.710, de 5 de enero de 1993.*

¹⁶ Véase DECRETO 4327 de 2005, 25 de noviembre de 2005. Por el cual se fusiona la Superintendencia Bancaria de Colombia en la Superintendencia de Valores y se modifica su estructura.

dose así, en una sola entidad, la supervisión del sector financiero y la de valores.

Cabe agregar que la regulación enfocada en actividades tiene efectos positivos en otros aspectos distintos al de eliminar los arbitrajes regulatorios:

1. En primer lugar, incentiva la libre competencia entre los distintos agentes, lo que también constituye uno de los criterios de intervención establecidos por la ley¹⁷, ya que, desde el punto de vista legal, ninguno tendrá ventajas sobre los demás. Por tanto, el aumento y mantenimiento de la clientela dependerá principalmente de la calidad del servicio, de las tarifas y de los estándares de control y Gobierno corporativo de cada entidad, entre otros aspectos.
2. En segundo lugar, y en cuanto se refiere a los inversionistas, se logra un efecto positivo porque se facilita que la toma de sus decisiones en la elección de la entidad a la que desean vincularse como clientes, no tenga que basarse en el análisis de los aspectos legales que la rigen y baste que se informen sobre la normativa de la actividad que desarrolla, la cual es uniforme para todos los distintos agentes que la ofrecen al público.
3. Por último, es innegable que también surgen ventajas en materia de supervisión del mercado de valores debido a que la Superintendencia Financiera puede realizar, de forma más eficiente, sus labores de inspección y vigilancia cuando existen reglas uniformes de funcionamiento para los distintos agentes que están bajo la órbita de su competencia.

Producto de las anteriores consideraciones y para continuar con el ejemplo de los vehículos colectivos de inversión, el Gobierno expidió el Decreto 1242 de 2013, modificadorio del Decreto 2555 de 2010, mediante el cual se reguló, de manera integral el funcionamiento, administración, distribución y gestión de los hoy denominados “*Fondos de Inversión Colectiva (FICs)*”. Esta expresión reemplazó a la de “*carteras colectivas*”¹⁸, que a su vez había reemplazado previamente, a todas las demás que se utilizaban

¹⁷ Artículo 1-b-5.

¹⁸ Esta expresión se utilizó en el DECRETO 2175 de 2007, cuyas disposiciones fueron posteriormente sustituidas por el DECRETO 1242 de 2013.

dependiendo del tipo de entidad que administraba el vehículo colectivo de inversión.

Por tanto, hubo un efecto positivo en el mercado de valores dado que las sociedades comisionistas de bolsa, las sociedades fiduciarias y las sociedades administradoras de inversión, en cuanto se refiere a la administración de FICs, se deben someter a las mismas normas para desarrollar tal actividad.

En consecuencia, los inversionistas interesados en esta alternativa de inversión, quienes se deben informar sobre las normas que rigen los FICs, pueden fundamentar sus decisiones en aspectos tal vez más importantes que los estrictamente legales, como son la calificación del FIC y de su sociedad administradora¹⁹, la composición del portafolio de inversiones, el plazo de permanencia, el nivel de riesgo y la rentabilidad de cada alternativa que exista en el mercado.

Con todo, y como de forma acertada lo señaló la Misión del Mercado de Capitales conformada en el año 2019 en su informe entregado al Gobierno en 2020, deben seguirse realizando esfuerzos para que la regulación por actividades se continúe fortaleciendo.²⁰

¹⁹ Véase Decreto 2555 de 2010, Artículo 3.1.1.3.6. “*Calificación del Fondo de Inversión Colectiva. [...] 2. La sociedad calificadora deberá medir como mínimo el riesgo de administración, riesgo operacional, riesgo de mercado, riesgo de liquidez y de crédito del Fondo de Inversión Colectiva, así como aquellos relacionados con operaciones apalancadas*”. DECRETO 2555 de 2010, 15 de julio de 2010. 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.

²⁰ Véase en ese sentido el numeral 2.1 de la Sección II del informe, donde se menciona expresamente:

La Comisión, a propósito de su entendimiento de la forma de intervención en las actividades del mercado de capitales, así como de la dicotomía observada y presente en su desarrollo legislativo, considera prioritario formular un conjunto de recomendaciones encaminadas a que se adopten las reformas necesarias para homogenizar el perímetro regulatorio con un enfoque funcional o por actividades. /La Comisión considera que, bajo ese enfoque, el Gobierno podrá regular integralmente los principios técnicos, estándares profesionales, requerimientos patrimoniales y prudenciales con arreglo a los cuales se deban ejercer las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquiera otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público, con independencia del mecanismo, operación o servicio empleado para el efecto, así como de las entidades autorizadas que formen parte de la estructura del sistema financiero que se defina. /La Comisión, finalmente, estima que las recomendaciones deberán facilitar hacia adelante el licenciamiento modular de actividades homogéneas con lo cual se espera un ambiente de mayor competencia, profesionalismo y nuevos agentes.

– Las distintas actividades del mercado de valores señaladas en la ley, así como las que sean creadas por el Gobierno con posterioridad, únicamente podrán ser desarrolladas por entidades sometidas a la supervisión de la Superintendencia Financiera.

Adicionalmente, la ley señala que las actividades del mercado de valores únicamente podrán llevarse a cabo por entidades constituidas o que se constituyan en Colombia, excepto en los casos de emisión y oferta pública de valores o de suministro de información al mercado. Esta regla es importante, en tanto impide que sociedades del exterior puedan ofrecer en el país servicios relacionados con inversión, manejo o aprovechamiento de dineros de nacionales colombianos en actividades del mercado de valores, sin ningún tipo de supervisión ni cumplimiento de la regulación nacional.

A pesar de lo anterior, la ley permitió la promoción de servicios de entidades del exterior, a través de oficinas de representación²¹ o de contratos de corresponsalía²², con sujeción a las reglas y limitaciones propias de estos mecanismos.

– La ley estableció un total de nueve actividades del mercado de valores, dentro de las que se encuentra la emisión y la oferta de valores²³. Sobre esta, en particular, se efectuará un análisis más adelante. El artículo 3-j de la ley agregó que también serán actividades del mercado las que así determine el Gobierno Nacional, siempre que constituyan actividades de

UNIDAD REGULACIÓN FINANCIERA (URF). Informe del Mercado de Capitales 2019, 4 de diciembre de 2019. (Con acceso el 23 mayo 2021. Disponible en: <http://www.urf.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCCCLUSTER-119774%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased>)

²¹ Véase DECRETO 2555 de 2010, artículos 4.1.1.1.2. a 4.1.1.1.12. DECRETO 2555 de 2010, 15 de julio de 2010. 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.

²² Ibid. Además, véase Superintendencia Financiera. CBJ. Parte I: Instrucciones Generales Aplicables a las Entidades Vigiladas. Título II: Prestación de los Servicios Financieros Capítulo II: Prestación Transfronteriza De Servicios Financieros.

²³ Las demás actividades del mercado de valores son las siguientes: b) La intermediación de valores; c) La administración de fondos de valores, fondos de inversión, fondos mutuos de inversión, fondos comunes ordinarios y fondos comunes especiales; d) El depósito y la administración de valores; e) La administración de sistemas de negociación o de registro de valores, futuros, opciones y demás derivados; f) La compensación y liquidación de valores; g) La calificación de riesgos; h) La autorregulación a que se refiere la presente ley; i) El suministro de información al mercado de valores, incluyendo el acopio y procesamiento de esta.

manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores.

Con posterioridad a la expedición de la ley, el Gobierno ha creado solamente dos actividades que son la de asesoría²⁴ y la de financiación colaborativa²⁵.

Es importante mencionar que el listado de las actividades del mercado de valores es de carácter taxativo, esto es, con el significado de que únicamente son las que señala la ley y las demás que determine el Gobierno mediante Decreto.

El concepto de valor

El segundo aspecto medular que se resalta de la ley fue la introducción a la legislación nacional del concepto de valor, que, para ese entonces, había sido fundamentalmente una construcción doctrinal elaborada a partir de diversas normas del mercado público de valores²⁶.

El concepto de valor está contenido en el artículo 2 de la ley, donde se establece que será todo derecho de naturaleza negociable, que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público.

La exposición de motivos de la ley menciona que “el concepto de valor se erige como factor determinante del ámbito del mercado de valores y, por tanto, como límite de la actuación gubernamental en la materia”²⁷.

²⁴ DECRETO 661 de 2018, 17 de abril de 2018. Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con la actividad de asesoría y se dictan otras disposiciones.

²⁵ DECRETO 1357 de 2018, 31 de julio de 2018. Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con la actividad de financiación colaborativa.

²⁶ En particular de la descripción que había en el artículo 6 de la Ley 32 de 1979 sobre el mercado público de valores: *Artículo 6º. Conformen el mercado público de valores la emisión, suscripción, intermediación y negociación de los documentos emitidos en serie o en masa, respecto de los cuales se realice oferta pública, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías.* LEY 32 de 1979, 17 de mayo de 1979. Por la cual se crea la Comisión Nacional de Valores y se dictan otras disposiciones.

²⁷ Exposición de motivos de la LEY 964 de 2005, numeral 3.3. Concepto de Valor. Ley 964 de 2005, 8 de julio de 2005. Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen

También indica que el propósito del legislador nacional con el concepto de valor fue modificar “el enfoque de la regulación actual, cuyo centro es el concepto de la oferta pública, el cual se basa en las emisiones en serie o en masa, para pasar a una noción en la cual es indiferente la forma jurídica o práctica a través de la cual se instrumenta la captación de recursos del público y la forma en que se circule o se negocie el instrumento financiero, atendiendo a la realidad económica de la operación.”²⁸

De acuerdo con lo anterior, los actos jurídicos u operaciones sobre valores son los que determinan el ámbito o marco de intervención del Estado en las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público a través de valores. A su vez, significa que tales actos u operaciones son los que constituyen el mercado de valores, los que, por tanto, no se podrán llevar a cabo sino con la previa autorización por parte de la Superintendencia Financiera y se deben ejercer conforme a lo que establezca la regulación especial que exista en materia de valores.

A contrario sensu, si el acto jurídico u operación no involucra valores se registrará por las normas del derecho común dado que no corresponde al mercado objeto de intervención estatal. Esta distinción es importante, en especial, en cuanto se refiere al suministro de información y a otras normas de protección a los inversionistas que deben cumplirse cuando la operación forma parte del mercado de valores.

En palabras de la Corte Constitucional, el mercado de valores

Se define como aquel segmento del mercado financiero que moviliza recursos estables desde el sector de los ahorradores hacia las actividades productivas a través de la compraventa de documentos especiales llamados “títulos valores”. En el mercado de valores se realizan transacciones de compra y venta de títulos por la vía del mercado bursátil cuyo núcleo son las bolsas de valores, o del mercado mostrador - OTC (Over The Counter), que se desarrolla fuera de las bolsas sobre títulos inscritos en el Registro Nacional de valores e intermediarios.²⁹

mediante valores y se dictan otras disposiciones. Diario Oficial No. 45.963 de 08 de julio de 2005.

²⁸ Ibid.

²⁹ CORTE CONSTITUCIONAL DE COLOMBIA. C-692 de 2007. Magistrado Ponente: Dr. ESCOBAR GIL, Rodrigo.

Lo anterior explica la importancia que tiene el concepto de valor, en tanto es el fundamento para determinar si una operación que involucre captación de recursos del público, a través de un instrumento o derecho, se debe someter o no a la regulación del mercado de valores.

Ahora bien, se quiso, según la exposición de motivos de la ley, modificar el enfoque de la regulación al trasladarla de la oferta pública hacia el valor. Este propósito es difuso y requería de otros ajustes normativos que a la fecha no se han producido. La estructura de la regulación estatal, muy al contrario de lo pretendido con la expedición de la ley, demuestra que, en este momento, el núcleo del mercado de valores sigue siendo la oferta pública y que el vínculo entre ésta y el valor es prácticamente inescindible. Sobre este aspecto se volverá más adelante cuando se aborde el estudio del último de los elementos del concepto de valor.

En cambio, resulta claro que el concepto de valor contenido en la ley tiene el propósito de ser comprensivo, es decir, ha otorgado a las autoridades –y demás participantes del mercado– una herramienta de interpretación para que, con base en la realidad financiera o económica, según lo estableció de manera expresa el artículo 1-b-6 de la ley, puedan establecer si un determinado instrumento o derecho es o no, un valor, independientemente de su denominación o naturaleza jurídica o de las formas contractuales, a través de las cuales surja a la vida jurídica.

Por tanto, el concepto no solo comprende aquellos valores que tradicionalmente se negocian en el mercado de valores y que han sido mencionados en el artículo 2 de la ley, por ejemplo, acciones y bonos, sino también, y es en donde adquiere mayor sentido, se hace extensivo a otros instrumentos que surjan en un futuro como producto de la innovación financiera o que ya existen, pero que con anterioridad no eran considerados como valores. El requisito para unos y otros se circunscribe a que se ajusten al concepto legal de valor. Es todo.

De acuerdo con lo anterior, se resalta que la intención del legislador no fue la de incorporar a la regulación del mercado un listado taxativo de valores. Todo lo contrario; se trataba de establecer un concepto de carácter general, amplio y comprensivo, con base en el cual todo instrumento financiero en el que se verifique, en lo material, la existencia de los elementos señalados en la ley deba considerarse como valor.

Lo anterior resulta concordante con el hecho de que la ley solamente señaló que las pólizas de seguros y los títulos de capitalización no se consideraran valores³⁰, lo que, por tanto, abre la posibilidad a que cualquier otra clase de instrumento pueda serlo.

Elementos del concepto de valor

El concepto de valor se compone de cuatro elementos:

Primer elemento: El valor es un derecho

A estos efectos se debe tener en cuenta que el Código Civil colombiano (C.C.), señala en su artículo 664 que las cosas incorporales son los derechos reales³¹ y los derechos personales³².

Así las cosas, van surgiendo las primeras conclusiones sobre el concepto de valor contenido en la Ley.

En primer lugar, el legislador colombiano entiende que los valores son cosas incorporales. Esta consideración tiene importancia, por cuanto se aparta conceptualmente de la teoría tradicional que define los títulos valores como documentos, así como del antecedente normativo que constituía en este aspecto la Ley 32 de 1979, con base en la cual se entendía que los valores también eran documentos emitidos serial y masivamente.

La mención de lo inmaterial en el concepto de valor puede interpretarse como una alusión al fenómeno de la desmaterialización de los valores que

³⁰ Parágrafo 1 de la Ley.

³¹ Los derechos reales, conforme al artículo 665 del C.C., son los que se tienen respecto de una cosa con independencia de una persona, como son, por ejemplo, los derechos de hipoteca, herencia, usufructo, etc. LEY 84 de 1873, 26 de mayo de 1873. CÓDIGO CIVIL DE LOS ESTADOS UNIDOS DE COLOMBIA. *Diario Oficial No. 2.867 de 31 de mayo de 1873.*

³² Por su parte, el artículo 666 del mismo código señala que “*Derechos personales o créditos son los que sólo pueden reclamarse de ciertas personas que, por un hecho suyo o la sola disposición de la ley, han contraído las obligaciones correlativas; como el que tiene el prestamista contra su deudor por el dinero prestado, o el hijo contra el padre por alimentos. De estos derechos nacen las acciones personales*”. LEY 84 de 1873, 26 de mayo de 1873. CÓDIGO CIVIL DE LOS ESTADOS UNIDOS DE COLOMBIA. *Diario Oficial No. 2.867 de 31 de mayo de 1873.*

se lleva a cabo, a través de los depósitos centralizados de valores³³, asunto que había sido introducido en la legislación colombiana desde la expedición de la Ley 27 de 1990³⁴. De suerte que la ley reconoció una realidad que para el 2005 existía en los mercados de valores -y ciertamente en la actualidad es aún más clara-, cual es que la casi totalidad de las emisiones de los valores que se ofrecen públicamente son desmaterializadas.

Con todo, debe aclararse que la mención que hace la ley acerca de que un valor es un *derecho* no puede dar lugar a una interpretación de alcance exclusivo y excluyente, es decir, en el entendido de que únicamente pueden ser valores los que sean o estén desmaterializados; tampoco puede dar lugar a que no se admita la existencia jurídica de valores que tengan una representación física plasmada en un título o documento.

Esta conclusión surge de una interpretación armónica o sistemática de la regulación dado que en la legislación colombiana no existe norma alguna de carácter general que establezca como obligatorio que los valores deban ser objeto de desmaterialización; por lo tanto, como regla general, será cada emisor quien decida si desmaterializa o no los valores que pretenda ofrecer públicamente, sin que ello le impida obtener su inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) y la autorización de su oferta pública.

³³ Véase SUPERINTENDENCIA FINANCIERA de COLOMBIA, Concepto 2010006690-002 del 29 de marzo de 2010, donde se explica:

De acuerdo con los artículos 13 y 14 de la Ley 27 de 1990, los depósitos centralizados de valores tienen como objeto social exclusivo la administración de depósitos de valores, y dentro de sus funciones se encuentran, entre otras las siguientes: “1. El depósito de los valores inscritos en el Registro Nacional de Valores [hoy Registro Nacional de Valores y Emisores] que les sean entregados. “2. La administración de los valores que se les entreguen, a solicitud del depositante, en los términos de la presente Ley. (...)” El desarrollo de esta actividad por parte de los depósitos de valores está directamente relacionado con la forma en que las sociedades comisionistas de bolsa y los demás intermediarios del mercado de valores, ejercen las actividades que suponen de alguna forma la custodia de valores, con ocasión del desarrollo de operaciones de intermediación en el mercado de valores. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA de COLOMBIA. Concepto 2010006690-002, 29 de marzo de 2010.

³⁴ Véase el Capítulo III de la Ley 27 de 1990. Ley 27 de 1990, 20 de febrero de 1990. Por la cual se dictan normas en relación con las bolsas de valores, el mercado público de valores, los depósitos centralizados de valores y las acciones con dividendo preferencial y sin derecho de voto. *Diario Oficial N.º 39.195 de 20 de febrero de 1990.*

Lo anterior, sin embargo, se debe entender, sin perjuicio de las normas especiales que para determinados valores exijan su desmaterialización, como ocurre en Colombia con los bonos hipotecarios.³⁵

En consecuencia, cuando se trate de valores que tengan forma física, la mención que hace la ley al derecho se deberá entender como aquel que se incorpora en el respectivo título, en virtud de que la ley establece que los valores tendrán las características y las prerrogativas de los títulos valores, excepto la acción cambiaria de regreso³⁶.

En segundo lugar, se concluye que los valores son derechos personales, según la definición de esta clase de derechos que contiene el artículo 666 del C.C. En efecto, los diferentes valores que se ofrecen y negocian en los mercados de valores otorgan a sus titulares derechos que únicamente pueden ejercerse respecto de una persona que, en este caso, viene a ser la entidad que se denomina emisor -o su avalista o garante, si los hay- y quien está obligada a cumplir el derecho al inversionista titular del valor.

Sobre este aspecto se debe tener en cuenta que los valores no otorgan a sus titulares la acción cambiaria de regreso, según lo establece de forma expresa el párrafo 5 del artículo 2 de la ley.

Segundo elemento: El valor es de naturaleza negociable

– La ley no se ocupó de señalar el alcance o significado de la naturaleza negociable de los valores ni existe una disposición reglamentaria que lo haya desarrollado.

En la legislación española se habla de un término distinto al de *derecho de naturaleza negociable* que es el de *valores negociables*. En esa juris-

³⁵ ARTÍCULO. 6.5.1.2.8 del DECRETO 2555 de 2010, establece: “De la desmaterialización. De conformidad con lo establecido en el numeral 7 del artículo 9º de la ley 546 de 1999, los bonos hipotecarios serán desmaterializados.”. DECRETO 2555 de 2010, 15 de julio de 2010. 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.

³⁶ ARTÍCULO. 2, PARÁGRAFO 5o. Los valores tendrán las características y prerrogativas de los títulos valores, excepto la acción cambiaria de regreso. Tampoco procederá acción reivindicatoria, medidas de restablecimiento de derecho, comiso e incautación, contra el tercero que adquiera valores inscritos, siempre que al momento de la adquisición haya obrado de buena fe exenta de culpa.

dicción, en la que por cierto pareciera haberse inspirado la legislación colombiana, la Ley del Mercado de Valores señala que se entiende por tales: “Cualquier derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea su denominación, que por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero”.³⁷

De la definición española cabe resaltar que los valores negociables se caracterizan por ser susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero, lo que ciertamente denota que su vocación es la de que puedan ser negociados con alta frecuencia en mercados organizados de valores, tales como las bolsas.

En otras legislaciones, así como en la doctrina, de igual modo, se habla de valores mobiliarios³⁸, de instrumentos negociables³⁹ e instrumentos financieros⁴⁰, con alcances relativamente similares, salvo en cuanto al tipo de derechos que cada uno de tales conceptos abarca.

³⁷ Véase el anexo al texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobada por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre.

³⁸ “Entre las clasificaciones habituales de los títulos-valores es clásica la distinción entre valores mobiliarios y efectos de Comercio. Se trata de conceptos incorporados del derecho francés y que se diferencian en que los valores mobiliarios son títulos emitidos en masa o en serie mientras que los efectos de comercio son títulos emitidos aisladamente. El derecho bursátil se ha estructurado tradicionalmente en torno a los valores mobiliarios [...]”. BELTRÁN, Luis Carlos, *Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables*. (Madrid: Editorial CIVITAS SA., 1998). 179,180, 183, 184.

³⁹ En Colombia la Ley 46 de 1923 regulaba los instrumentos negociables, término que se utilizaba para agrupar algunos títulos valores de contenido crediticio, así como también otros instrumentos. El artículo 1 establecía que “Los principales instrumentos negociables, para los efectos de esta Ley, son: la letra de cambio, el pagaré, el cheque, los giros, las libranzas, los cupones y cualquier otro instrumento que reúna las condiciones exigidas en esta Ley para ser negociable.” Por su parte, el artículo 5 establecía los requisitos que debían cumplir los instrumentos negociables, en los siguientes términos: “Para que un instrumento sea negociable debe llenar los siguientes requisitos: 1° Debe constar por escrito y estar firmado por el que lo extiende o lo gira; 2° Debe contener una promesa incondicional o una orden de pagar una suma determinada de dinero; 3° Debe ser pagadero a su presentación, o a un tiempo futuro fijo o determinable; 4° Debe ser pagadero a la orden o al portador, y 5° Cuando el instrumento está dirigido a un girado, debe expresarse en él nombre o indicación cierta de éste.”. LEY 46 de 1923, 19 de julio de 1923. Sobre instrumentos negociables.

⁴⁰ La Directiva 93/22/CEE introdujo “el concepto de “instrumento financiero” como categoría general y considera a los valores negociables como una clase de instrumentos financieros junto a las participaciones en organismos de inversión colectiva, los instrumentos del mercado monetario, los contratos de opciones y futuros, los contratos a plazos sobre tipos de interés y

En Colombia y ante ausencia de una definición legal, se debe entender en su significado básico, que esta cualidad hace referencia a que un derecho para que sea valor se debe poder negociar⁴¹, es decir, que admita ser objeto de compra o venta o de otro tipo de contrato que implique su enajenación o la disposición de los derechos que otorga.

A pesar de la falta de desarrollo normativo, es válido entender que para el legislador colombiano los valores tienen vocación circulatoria, así como ocurre con los títulos valores⁴², aunque desprovista de calificativos relacionados con la frecuencia de su tráfico mercantil o de los sujetos que lleven a cabo las operaciones sobre valores.

En ese sentido, en Colombia, la forma jurídica a través de la cual se puede llevar a cabo la negociación del valor no es determinante para establecer

los contratos de permuta financiera. Al mismo tiempo, limita el concepto de valor negociable de las acciones, obligaciones y otros títulos de crédito, así como las que permitan su suscripción o adquisición. /

Como puede apreciarse, el concepto de instrumento financiero introducido por la DSI presenta gran amplitud y permite cobijar bajo el mismo a cualquier valor o contrato susceptible de ser utilizado para la captación de ahorro del público y de ser negociada en un mercado organizado. Es un concepto importado del derecho inglés, que lo utiliza en la Financial Service Act, la cual, a su vez, se inspira en el concepto de <<security>> estadounidense, delimitador de la legislación del mercado de valores americana y que, en última instancia, incluye a cualquier contrato de inversión (<< investment contract>>). Por su parte, el valor negociable, en la concepción de la DSI, es una especie dentro de la categoría general de los instrumentos financieros.

[...] el concepto de instrumento financiero es un concepto económico que pretende delimitar el ámbito de aplicación de la legislación del mercado de valores con la finalidad de abarcar a toda realidad, contractual o no, utilizada para la captación del ahorro del público y susceptible de ser negociada en un mercado organizado. No incide sobre el contenido sustancial de tales contratos o valores. Su objetivo es únicamente que el ofrecimiento al público de instrumentos financieros, sean cuales fueren, quede cubierto bajo el principio de información completa o full disclosure, al que nos referimos en el capítulo segundo y que su admisión y negociación en mercados secundarios organizados quede igualmente sometida a los principios de la legislación del mercado de valores y a la tutela de la CNMV.” BELTRÁN, Luis Carlos, Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción de venta de valores negociables. (Madrid: Editorial CIVITAS SA. 1998). 179,180, 183, 184.”

⁴¹ De acuerdo con el DICCIONARIO DE LA REAL ACADEMIA, “*negociable*” significa “*Que se puede negociar*”.

⁴² LA SUPERINTENDENCIA BANCARIA en el Concepto No. 2000016046-1 de junio 14 de 2000 menciona que “*los títulos valores son instrumentos con una vocación fundamentalmente circulatoria*”. Superintendencia Financiera. Concepto No. 2000016046-1, 14 de junio de 2000.

si lo es o no, en tanto procede admitir diversas modalidades, tales como la simple entrega, el endoso, la cesión o la anotación en cuenta⁴³.

Esta afirmación se fundamenta en la interpretación de la propia ley debido a que en ella no se calificó, de ninguna forma la naturaleza negociable, ni se determinó específicamente qué modalidades jurídicas son válidas para que un valor pueda ser negociado o se entienda negociable. Por tanto, como la ley es amplia y sin limitaciones de ningún tipo, por vía de interpretación no se podría restringir el entendimiento o alcance de la naturaleza negociable que caracteriza el valor. Tampoco existe una norma gubernamental que establezca una limitación en este sentido.

De ahí que no se comparta la opinión que, en el año 2012, la Superintendencia Financiera le expresó a un medio de comunicación, según la cual: “Para la Superintendencia Financiera los derechos fiduciarios no tienen la calidad de valor, pues no son negociables de manera ágil”⁴⁴. Lo anterior, equivale a señalar que un título negociable por cesión, como normalmente se negocia un derecho fiduciario, no tiene naturaleza negociable y, por tanto, no sería un valor. No obstante, y si bien se admite que la cesión de derechos puede

⁴³ DECRETO 2555 de 2010, artículo 2.14.1.1.1. Principios de la Anotación en cuenta. Los depósitos centralizados de valores deberán llevar sus registros bajo los siguientes principios: 1. Principio de prioridad: Una vez producido un registro no podrá practicarse ningún otro respecto de los mismos valores o derechos que obedezca a un hecho producido con anterioridad en lo que resulte opuesto o incompatible con dicho registro. 2. Principio de tracto sucesivo: Los registros sobre un mismo derecho anotado deberán estar encadenados cronológica, secuencial e ininterrumpidamente, de modo que quien transmite el valor o derecho aparezca previamente en el registro. 3. Principio de rogación: Para la realización de cada registro se requerirá solicitud previa del titular del valor o derecho registrado o de la entidad competente y autorizada para tal fin. Por lo tanto, no procederán registros a voluntad o iniciativa propia del depósito centralizado de valores, salvo casos reglamentarios previamente establecidos, 4. Principio de buena fe: La persona que aparezca como titular de un registro, se presumirá como legítimo titular del valor o del derecho al cual se refiere el respectivo registro. 5. Principio de fungibilidad: Los titulares de registros que se refieran a valores o derechos que hagan parte de una misma emisión y que tengan iguales características, serán legítimos titulares de tales valores en la cantidad correspondiente, y no de unos valores o derechos especificados individualmente. DECRETO 2555 de 2010, 15 de julio de 2010. 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.

⁴⁴ “*Debate de altura*” En: *REVISTA SEMANA, INVERSIONES*, 1 de febrero de 2012, (Con acceso el 3 de mayo de 2021). Disponible en: <https://www.semana.com/negocios/articulo/debate-altura/143769/>.

ser menos expedita que el endoso o la anotación en cuenta⁴⁵, por sólo citar dos modalidades de negociación, no por ello se puede concluir que el derecho no tiene naturaleza negociable.

La línea interpretativa de la Superintendencia Financiera abrió espacio para concluir que los títulos nominativos, en tanto que requieren para su negociación, además de la entrega y el endoso, la anotación en el libro de tenedores o propietarios que lleve el emisor, tampoco tendrían naturaleza negociable debido a que su forma de negociación es menos expedita que la de los títulos a la orden. Y estos tampoco serían valores porque su negociación es menos ágil que la de los que se negocian mediante anotación en cuenta. Una conclusión fundamentada en el simple rito o forma de negociación para determinar si un instrumento o título es un valor no tiene asidero alguno en la legislación colombiana.

De suerte que no es la facilidad o la agilidad en la negociación la que determina la naturaleza negociable del valor sino la simple posibilidad de que pueda negociarse. Es un asunto de aptitud jurídica para ser negociado, independientemente de qué tanto se negocie.

Debe admitirse, por supuesto, que las formas jurídicas a través de las cuales se puede negociar un valor tendrían eventualmente una incidencia en el número de transacciones de que pueda ser objeto a lo largo del tiempo, pero no al punto de poner en entredicho su naturaleza negociable. Esta no se pierde porque en la práctica las negociaciones sobre un valor se den en mayor o menor grado o, incluso, si no es objeto de ninguna negociación.

En concordancia con lo anterior, se señala que, si bien existen los mercados de valores organizados —como son las bolsas de valores y otros sistemas de negociación de valores⁴⁶—, una de cuyas ventajas es que ofrecen condiciones para que los valores inscritos tengan adecuada liquidez secundaria, lo que normalmente deriva de la concentración de compradores y vendedores a través del mecanismo de negociación establecido y, por ende, del nú-

⁴⁵ La cesión tendrá que realizarse conforme a lo establecido en los artículos 1959 a 1966 del Código Civil, donde se indica que esta no produce efectos contra el deudor ni contra terceros si no se notifica. La notificación se realiza con la exhibición del título y la firma del cedente.

⁴⁶ En Colombia existen, por ejemplo, el Sistema Electrónico de Negociación (SEN), administrado por el Banco de la República, y el Mercado Electrónico Colombiano (MEC), administrado por la Bolsa de Valores de Colombia.

mero y monto de las negociaciones de que un valor sea objeto durante un período, existe, así mismo, el denominado mercado mostrador, conocido como mercado Over The Counter (OTC)⁴⁷, el cual está conformado por las negociaciones que se llevan a cabo por fuera de los mercados organizados, donde las condiciones de liquidez pueden ser menores, pues no existe un espacio físico o electrónico que concentre a compradores y vendedores. A pesar de lo anterior, el mercado OTC es parte del mercado de valores y así expresamente se reconoce por la regulación colombiana.⁴⁸

En tal sentido, resulta comprensible que las bolsas y los sistemas de negociación admitan a negociación valores que sean fácilmente negociables, haciendo referencia con ello a la forma jurídica, a través de la cual se instrumente la negociación⁴⁹; en cambio, esa exigencia no tendría por qué ser aplicable en los mercados no organizados. Por tanto, el establecimiento contractual de una forma jurídica de negociación, que sea menos ágil que otras, no debería representar obstáculo alguno para que un determinado derecho o instrumento sea considerado valor y pueda negociarse en el mercado OTC.

⁴⁷ Por la expresión en inglés “*Over The Counter*”.

⁴⁸ Véanse, entre otras disposiciones, el DECRETO 2555 de 2010 Parte 7 Libro 4: “*De la intermediación en el mercado mostrador*”, en especial el ARTÍCULO 7.4.1.1.1: “*Definición de mercado mostrador*”. DECRETO 2555 de 2010, 15 de julio de 2010. 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.

⁴⁹ Incluso, como ocurre en la legislación española, puede estar establecido que los valores que sean objeto de negociación en un mercado organizado deban necesariamente negociarse por el sistema de anotación en cuenta. En efecto, el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores de 2015 dispone: *Artículo 6. Representación de los valores. /1.*

Los valores negociables podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos. La modalidad de representación elegida habrá de aplicarse a todos los valores integrados en una misma emisión. /2. Los valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales o en sistemas multilaterales de negociación estarán necesariamente representados mediante anotaciones en cuenta. /Como excepción a lo previsto en el párrafo anterior, reglamentariamente se establecerán las especialidades necesarias para que los valores extranjeros representados mediante títulos puedan ser negociados en mercados secundarios oficiales o en sistemas multilaterales de negociación y ser registrados en los depositarios centrales de valores establecidos en España. REAL DECRETO LEGISLATIVO 4 de 2015, 23 de octubre de 2015. Por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. España.

– Lo mencionado permite advertir que no puede confundirse la naturaleza negociable con la liquidez que tenga un valor, pues son dos cosas muy distintas.

En cuanto al concepto básico de liquidez procede señalar:

Los economistas utilizan el término liquidez para describir la facilidad con la cual un activo se puede convertir al medio de cambio de la economía. Debido a que el dinero es dicho medio, es el activo más líquido disponible. Otros activos varían ampliamente en su grado de liquidez. La mayoría de las acciones y los bonos se pueden vender fácilmente con un costo pequeño, de manera que son activos relativamente líquidos. En contraste, vender una casa, una pintura de Rembrandt o una tarjeta coleccionable de béisbol de 1948 de Joe DiMaggio requiere más tiempo y esfuerzo, de manera que esos activos son menos líquidos⁵⁰.

En las bolsas de valores la liquidez puede ser establecida a través de la aplicación de fórmulas de función de liquidez basadas en el promedio de variables de frecuencia⁵¹, rotación⁵² y volumen⁵³.

En este punto, se aclara que la liquidez no es connatural a los valores que se ofrecen en el mercado, aún si se trata de un mercado de bolsa⁵⁴. De hecho,

⁵⁰ MANKIW, Gregory. “*Principios de Economía. Sexta edición*” (México: Editorial CENGAGE Learning, 2012).

⁵¹ “Número total de ruedas en que se negoció la acción, dividido entre el número de ruedas realizadas en un periodo de 90 días calendario”- BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA (BVC), *Manual básico de operación del nuevo Modelo de acciones*. Disponible en: http://www.bvc.com.co/cursos/administracion/editor/homeFiles/Manual_Basico_de_Operacion_del_Nuevo_Modelo_de_Acciones.pdf

⁵² “Corresponde a la relación entre el número de acciones negociadas de una especie sobre sus acciones en circulación en un periodo de 180 días” - BVC, *Manual básico de operación del nuevo Modelo de acciones*. Disponible en: http://www.bvc.com.co/cursos/administracion/editor/homeFiles/Manual_Basico_de_Operacion_del_Nuevo_Modelo_de_Acciones.pdf

⁵³ “Valor total en dinero que transó la acción los últimos 360 días calendario, desde el día de cierre de la información.” - BVC, *Manual básico de operación del nuevo Modelo de acciones*. Disponible en: http://www.bvc.com.co/cursos/administracion/editor/homeFiles/Manual_Basico_de_Operacion_del_Nuevo_Modelo_de_Acciones.pdf

⁵⁴ COSTA JR, Geraldo, TRUJILLO-BARRERA, Andrés, and PENNINGS, Joost M. E. “Contratation and Liquidity Costs in Emerging Commodity Exchanges”. In: *Journal of agricultural and resource Economics*. 43(3):441–456 (2018). Disponible en: <http://content.ebscohost.com/ContentServer.asp?T=P&P=AN&K=EP131955285&S=R&D=eoh&EbscoContent=dGJyMNLr40Seqa44zdneyOLCmr1Cep7FSr624TbGWxWXS&ContentCustomer=dGJyMPGstE%2Buq7dRuePfgeyx43zx>

en todos los mercados existen valores que tienen más liquidez que otros. Lo cierto es que la ausencia de esta incrementa los costos de transacción, ya que los precios de compraventa se vuelven más complejos y enmarcan una dificultad mayor, al momento de realizar una negociación. Esa dificultad genera un costo de transacción que en la literatura económica es conocido como el costo de liquidez.⁵⁵

En un sentido similar se ha pronunciado el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV), al señalar:

En los mercados eficientes existe un gran número de personas que están interesadas en transar un valor. Estas estarán atentas a la nueva información para negociar rápidamente, e incorporarla en el precio. A este tipo de mercados se les llama “mercados líquidos”. Por el contrario, si son pocas las personas interesadas en negociar el valor, las personas no están atentas en la misma medida a la nueva información, y por esto no se asimilará tan rápidamente o de forma precisa. A estos mercados se les llama “mercados ilíquidos”⁵⁶.

En resumen, la liquidez de un valor está demarcada por el sistema de intercambio (transparente, seguro y no discriminatorio), la pluralidad de agentes (muchos compradores y vendedores), el bajo esfuerzo en transar el valor y los bajos costos de transacción. En cambio, la naturaleza negociable es la simple aptitud del valor para que se pueda negociar.

En el plano teórico, entonces, es posible afirmar que potencialmente tendría más liquidez un valor admitido para ser negociado en una bolsa o en un sistema de negociación de valores que otro cuya negociación se debe dar únicamente en el mercado OTC. Ambos, sin embargo, son valores, desde el punto de vista estrictamente legal.

⁵⁵ LUAN, C y BORNACKI, L (2014) *Custo de Liquidez do Contrato Futuro de Bio gordo da BM&fbovespa*.

⁵⁶ AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES COLOMBIA (AMV). El descubrimiento de precios en el mercado de valores. Documento de Investigación AMV. DI04, 06 May 2010. <https://www.amvcolombia.org.co/normativa-y-buenas-practicas/buenas-practicas/#documentos-investigacion>

Ahora bien, la práctica evidencia que existen valores –y desafortunadamente no pocos en el caso colombiano–, que, a pesar de estar inscritos en bolsa, tienen baja o mínima liquidez⁵⁷.

Se concluye que el único caso en el que un derecho no tiene naturaleza negociable se da cuando sea el propio ordenamiento jurídico el que restrinja o prohíba su negociabilidad⁵⁸. En este caso, en los términos de la ley, el derecho no sería un valor.

– Ahora bien, se señala que el derecho no pierde su naturaleza negociable cuando en un caso particular se limite o restrinja su negociabilidad mediante la inclusión de una cláusula en el contrato o convenio que le de origen. Es decir, se debe entender que la naturaleza negociable no depende de la voluntad del creador del derecho, sino de una disposición de orden

⁵⁷ La Superintendencia Financiera de Colombia publica mensualmente el Índice de Bursatilidad Accionaria de las acciones inscritas en la Bolsa de Valores de Colombia. El último disponible a la fecha de elaboración del presente ensayo está contenido en la Carta Circular 27, de mayo 6 de 2021, donde se indica que “De conformidad con el artículo 2.10.3.1.1 del Decreto 2555 de 2010 y siguientes, corresponde a la Superintendencia Financiera de Colombia informar el Índice de Bursatilidad Accionaria para cada una de las acciones que se negocian en bolsa, calculado con base en la frecuencia promedio de transacción por mes y volumen promedio de transacción por operación, durante el período comprendido entre el 1 de enero de 2021 y el 30 de abril de 2021”. Teniendo como fundamento lo señalado en esta Carta Circular, se tiene que, del número total de acciones inscritas en la Bolsa, esto es 75, el 17,34% (13 acciones) son de alta bursatilidad; el 24% (18 acciones) son de media bursatilidad; el 9,33% (7 acciones) son de baja bursatilidad; el 13,3% (10 acciones) son de mínima bursatilidad, y el 36%, es decir, 27 acciones, no tuvieron ninguna negociación durante el período. Conforme a lo anterior, del total de acciones inscritas en la BVC, la gran mayoría (82,66%) no tienen suficiente liquidez. Superintendencia Financiera. Carta Circular 27, de mayo 6 de 2021.

⁵⁸ En Colombia el cheque fiscal es un ejemplo de esos títulos que legalmente no pueden ser negociados. Véase en ese sentido el concepto 2002000023-1 de 2002 (febrero 18) de la Superintendencia Bancaria, que explica que “los cheques fiscales no son negociables y las limitaciones que la ley les establece no podrán ser obviadas ni siquiera por el mismo librador del título, y en esa medida está legalmente prohibido negociar o abonar en cuentas corrientes de particulares cheques girados a favor de entidades públicas. Cabe anotar, sin embargo, que las restricciones a la negociabilidad y pago del cheque fiscal no impiden su negociabilidad interbancaria en las cámaras de compensación. Así las cosas, al cheque fiscal se aplican las disposiciones especiales del cheque para abono en cuenta, en cuanto su pago se realiza mediante un asiento contable por el cual se acredita la cuenta corriente que el beneficiario tenga en el banco librado, o a través de la negociación interbancaria en la cámara de compensación. Por cuanto se trata de un título no negociable y no transferible por endoso en propiedad, para efectos de su pago a través de un banco intermediario solo podrá endosarse al cobro. SUPERINTENDENCIA BANCARIA. Concepto 2002000023-1, 18 de febrero de 2002.

legal que la regule. Y, a falta de disposición legal que restrinja la negociación del respectivo derecho, se entiende que es de naturaleza negociable.

Esta precisión es importante, en especial para el caso de valores diferentes a los que tradicionalmente se negocian en los mercados de valores, habida cuenta de que se pueden crear derechos, a través de los cuales se captan recursos del público, en los que se incluya algún tipo de restricción en la negociabilidad, bien de carácter temporal o definitivo, con el único propósito de que la operación no deba someterse a las reglas de inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE), y a la autorización de oferta pública de valores, por parte de la Superintendencia Financiera.

Así las cosas, una cláusula restrictiva en la negociación no es admisible para que, cumplidas las condiciones establecidas en el artículo 2 de la ley, un derecho deje de ser considerado como valor y, por tanto, eximido de cumplir las reglas especiales del mercado de valores.

Tercer elemento: El valor hace parte de una emisión

En torno a este elemento del concepto de valor surgen cuestiones interesantes para su análisis, en especial, porque en la regulación del mercado de valores colombiano no existe una norma que reglamente la ley en este aspecto y que, por tanto, defina o describa, lo que se debe entender por una emisión de valores o que indique en qué consiste emitir un valor.

Es válido, por tanto, acudir al sentido gramatical⁵⁹, donde se encuentra que la expresión *emisión* tiene dos significados. Por una parte, significa “acción y efecto de emitir” y, de otra, significa “conjunto de títulos o valores, efectos públicos o efectos de comercio o bancarios, que de una vez se ponen en circulación”.⁶⁰

⁵⁹ Según el artículo 28 del Código Civil, que establece: “Las palabras de la ley se entenderán en su sentido natural y obvio, según el uso general de las mismas palabras; pero cuando el legislador las haya definido expresamente para ciertas materias, se les dará en éstas su significado legal.”. LEY 84 de 1873, 26 de mayo de 1873. CÓDIGO CIVIL DE LOS ESTADOS UNIDOS DE COLOMBIA. *Diario Oficial No. 2.867 de 31 de mayo de 1873.*

⁶⁰ REAL ACADEMIA ESPAÑOLA. *Emisión*, 2020. (Con acceso el día 20 de mayo de 2021). <https://dle.rae.es/emision?m=form>

Se verá más adelante que en la regulación del mercado de valores colombiana se utiliza la expresión en ambos sentidos y de forma no necesariamente consistente.

Emisión como acción y efecto de emitir

Desde este punto de vista, la emisión se produce en el momento en el que se adopta o aprueba el acto jurídico de creación del valor, que no es otro que la decisión adoptada por el órgano social competente del emisor, según sus estatutos o la ley (asamblea de accionistas o junta directiva), consistente en emitir (dar nacimiento a la vida jurídica) a una cierta cantidad de valores y con determinadas características para, posteriormente, ser colocados mediante oferta pública de suscripción. Este es el correcto entendimiento que tiene la emisión en el ámbito del mercado de valores, pues cuando no está de por medio el ahorro público puede tener un significado distinto.

La emisión del valor no requiere formalidades particulares, salvo por lo que llegaren a establecer normas especiales o los propios estatutos sociales del respectivo emisor, que bien podrían establecer que la decisión se adopte mediante un reglamento de emisión o que simplemente, quede constancia de la aprobación de la decisión en el acta de asamblea o de junta directiva.

Lo que sí se requiere, por supuesto, es que exista claridad en cuanto al tipo de valor que se emite, al número de valores emitidos, su valor individual o nominal y el monto total de la emisión; el plazo, si es del caso, los derechos que otorga –salvo que estén establecidos en alguna norma vigente de carácter supletivo– y sus demás condiciones relevantes.

En caso de que existan, el acto de emisión debe cumplir los requisitos establecidos en el Decreto 2555 de 2010 para la emisión del valor respectivo⁶¹, a los cuales se hará referencia más adelante.

– Es importante señalar que la emisión de un valor, entendida como acción o efecto de emitirlo, es un acto jurídico distinto al de ofrecerlo a través de

⁶¹ En ese sentido, el párrafo 6 del artículo 2 de la ley señala que “Las empresas públicas y privadas podrán emitir los valores a que se refiere el presente artículo en los términos y condiciones que determine el Gobierno Nacional”.

oferta pública. La aclaración es pertinente debido a que, al tratarse de valores de financiación colaborativa⁶², el artículo 2.41.5.1.1. del Decreto 2555 de 2010 señala que las emisiones de este tipo de valores *no constituirán oferta pública*, lo que bien puede llevar a pensar que, dada esta aclaración normativa, la emisión de los demás valores sí lo es. Es decir, la norma insinúa, por la vía de una excepción a un supuesto régimen general, que emisión y oferta pública son el mismo fenómeno jurídico o bien que con la oferta pública se produce la emisión del valor.

Sin embargo, la emisión de un valor y su oferta pública son dos cosas bien distintas. Basta para explicarlo tener en cuenta que la oferta pública en el mercado primario es el acto jurídico unilateral y vinculante del emisor⁶³, dirigido a personas indeterminadas –público en general– o a los demás destinatarios definidos por la regulación del mercado de valores⁶⁴, en el que se propone la celebración de un contrato de suscripción sobre el respectivo valor, en los términos y condiciones determinados en el aviso de oferta. Esta debe contener los elementos esenciales del negocio propuesto para que el destinatario solo deba aceptarla o rechazarla.⁶⁵

Como se observa, la simple descripción de lo que es una oferta pública en mercado primario evidencia su diferencia con la emisión. Mediante esta, se crea jurídicamente el valor y, a través de aquella, se propone la celebración de un contrato de suscripción para que un tercero adquiera el valor ya emitido.

– A pesar de que la emisión y la oferta pública de valores son distintas, lo cierto es que el regulador colombiano sí ha establecido un vínculo entre las dos que puede dar lugar a equívocos. Una lectura del Decreto 2555 pone de presente que la expresión *emisión* es utilizada de varias formas y con distintos alcances, lo que en realidad lleva a considerar que su uso en la regulación colombiana no es del todo consistente.

⁶² Son los valores emitidos en desarrollo de lo que se conoce como crowdfunding.

⁶³ ARTÍCULO. 845 del C. de Co. DECRETO 410 de 1971, 27 de marzo de 1971. Por el cual se expide el Código de Comercio. *Diario Oficial No. 33.339 del 16 de junio de 1971.*

⁶⁴ ARTÍCULO. 6.1.1.1.1. DECRETO 2555 de 2010, 15 de julio de 2010. 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.

⁶⁵ Véase en materia de reglas de la oferta los artículos 845 a 863 del Código de Comercio.

Se encuentran, por ejemplo, algunas menciones a la fecha de emisión, que pueden servir como punto de análisis. Al referirse a los valores de contenido crediticio emitidos bajo la modalidad estandarizada⁶⁶, el Decreto 2555 señala que, para efectos de determinar los períodos de pago de intereses, se entiende por fecha de emisión el día hábil siguiente a aquel en el que se publica el primer aviso de oferta. De acuerdo con esta norma, la emisión del valor tendría lugar después de la oferta pública.

La norma en cuestión busca facilitar el cálculo de intereses mediante una solución práctica fundamentada en la fecha de emisión, por cuanto “Los intereses sólo podrán ser pagados al vencimiento del período objeto de remuneración. Tales períodos serán mensuales, trimestrales, semestrales o anuales y se contarán a partir de la fecha de emisión y hasta el mismo día del mes, trimestre, semestre o año siguiente.” Sin embargo, ello no significa que jurídicamente se entienda que la emisión (nacimiento a la vida jurídica del valor) se produzca con posterioridad a la publicación de la oferta pública.

A renglón seguido, la misma norma indica que si se trata de titularizaciones estructuradas, a partir de una universalidad, “se tendrá por fecha de emisión la de la creación de la misma”. En este caso la emisión se vincula al acto jurídico mediante el cual se constituye la universalidad⁶⁷ por parte

⁶⁶ Art. 6.1.1.1.5 numeral 1. DECRETO 2555 de 2010, 15 de julio de 2010. 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.

⁶⁷ El ARTÍCULO 2.21.2.1.3. del Decreto 2555 establece:

Separación Patrimonial. (...) Además de los activos no hipotecarios, harán parte de las universalidades las garantías de cualquier índole sobre los mismos, los derechos sobre los contratos de seguro que amparen las garantías de dichos activos o la vida de los deudores, los activos a partir de los cuales se estructuren los mecanismos de seguridad o apoyo crediticio de la emisión o los derechos derivados de los contratos a través de los cuales tales mecanismos de seguridad o apoyo crediticio se constituyen y, en general, cualquier otro derecho o activo que se derive de los activos no hipotecarios titularizados, tales como los flujos provenientes de dichos activos, los rendimientos producto de la realización de inversiones temporales de liquidez y las daciones en pago o los bienes rematados que se reciban con ocasión de su cobranza, así como el producto de su venta.

Por su parte, el artículo 2.21.1.1.4. establece: “*Separación patrimonial. En los procesos de titularización de activos hipotecarios, los activos titularizados deberán conformar universalidades separadas del patrimonio de las sociedades titularizadoras de activos hipotecarios, cuyos flujos de caja estarán destinados exclusivamente al pago de los títulos emitidos y de los demás gastos y garantías inherentes al proceso de titularización*”

de una sociedad titularizadora, asunto que, igualmente, debe entenderse como una solución práctica para determinar el pago de intereses, mas no como una asimilación jurídica de la emisión con la creación de la universalidad.

En efecto, se considera que la creación de la universalidad es la forma en que la regulación ha previsto que se produzca una separación patrimonial, a partir de la cual se llevará a cabo una titularización, pero ese mero acto no suple la necesidad que tiene la titularizadora de expedir un reglamento de emisión de valores⁶⁸, que sí viene a ser el acto jurídico de creación de estos y que, por tanto, jurídicamente, determina su emisión.

Con respecto a los valores de contenido crediticio emitidos bajo la modalidad no estandarizada⁶⁹, la norma refleja lo que legalmente corresponde a la emisión, toda vez que remite para efectos de intereses y demás condiciones del valor al reglamento de emisión y colocación aprobado por el emisor. En este caso el reglamento de emisión es precisamente el acto jurídico de creación del valor al que se hizo referencia anteriormente.

En sentido similar, el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (EOSF)⁷⁰ establece, al regular la emisión de bonos de garantía general de las Corporaciones Financieras, que “La emisión procederá mediante declaración unilateral de voluntad de la corporación, aprobada por su junta directiva. Al propio tiempo, dicho órgano adoptará el prospecto de colocación de los bonos, donde consten las condiciones de la emisión.”⁷¹

Esta norma expresa con bastante claridad que la emisión corresponde al acto jurídico de creación de los bonos de garantía general que, en este

correspondiente, en la forma en que se establezca en el correspondiente reglamento de emisión y colocación”. DECRETO 2555 de 2010, 15 de julio de 2010. 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.

⁶⁸ Los artículos citados anteriormente mencionan que la sociedad titularizadora debe expedir un reglamento de emisión y colocación.

⁶⁹ ARTÍCULO. 6.1.1.1.5 numeral 2. DECRETO 2555 de 2010, 15 de julio de 2010. 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.

⁷⁰ Decreto Ley 663 de 1993.

⁷¹ Artículo 133, numeral 2-a, del EOSF.

caso, corresponde a la decisión que por norma es de competencia de la junta directiva de la corporación financiera.

– Además de que no es posible equiparar la emisión a la oferta pública, se debe agregar que, en estricto sentido, se produce primero, la emisión del valor y después, se lleva a cabo la oferta pública de su suscripción. Existen diversas normas que le dan respaldo a tal afirmación, algunas de ellas propias del mercado de valores y otras del Código de Comercio que en todo caso deben ser observadas por las entidades que inscriban sus valores en el RNEV para ser ofrecidos a través de oferta pública.

En efecto, el Código de Comercio ilustra bien lo que acaece con las acciones, pues conforme a lo establecido en sus artículos 382 a 386 y 399 resulta claro que primero se emiten, luego se ofrecen, posteriormente, se suscriben y, por último, se expiden al suscriptor los títulos representativos de aquellas. Estas normas deben ser observadas tanto por las sociedades abiertas que emiten acciones para que formen parte del mercado de valores como por las sociedades cerradas.

Algunas disposiciones del Decreto 2555 de 2010 confirman el mismo entendimiento, es decir, que primero se produce la emisión y luego, la oferta pública.

Las reglas generales sobre bonos señalan que “Podrá **emitir bonos para ser colocados** mediante oferta pública, previa autorización de la oferta por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia, toda entidad que de conformidad con su régimen legal tenga capacidad para hacerlo.”⁷² (*)

En la regulación de los fondos de capital privado se establece también que estos “podrán **emitir bonos para ser colocados** mediante oferta pública”.⁷³ (**)

Regla idéntica aplica para los papeles comerciales, pues se establece que “Podrán **emitir papeles comerciales para ser colocados** mediante oferta

⁷² ARTÍCULO 6.4.1.1.1. DECRETO 2555 de 2010, 15 de julio de 2010. 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.

⁷³ ARTÍCULO 3.3.2.5.1. DECRETO 2555 de 2010, 15 de julio de 2010. 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.

(*), (**) Con negrillas del autor.

pública, previa autorización de la oferta por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia, toda entidad que de conformidad con su régimen legal tenga capacidad para hacerlo.”⁷⁴

En materia de valores extranjeros que pretendan ser ofrecidos en Colombia, se establece que “Podrá autorizarse **la oferta pública** de los valores **emitidos** por gobiernos extranjeros o por entidades públicas extranjeras”, siempre y cuando se cumplan algunos requisitos.⁷⁵ (***)

En todos los casos en los que aplica la inscripción automática de valores en el RNVE y su consecuente autorización para realizar la oferta pública⁷⁶, se hace referencia a valores que ya han sido emitidos por el emisor respectivo, lo que sugiere que la cronología de estos actos se da de la siguiente forma: primero ocurre la emisión, luego se produce la inscripción en el RNVE y por último se efectúa la oferta pública.⁷⁷

⁷⁴ ARTÍCULO 6.6.1.1.1. DECRETO 2555 de 2010, 15 de julio de 2010. 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.

⁷⁵ ARTÍCULO 6.10.1.1.1. DECRETO 2555 de 2010, 15 de julio de 2010. 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.
(***) Con negrillas del autor.

⁷⁶ Por ejemplo, según el artículo 5.2.2.1.1. del Decreto 2555 de 2010, “Se entenderán inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE y **autorizada la oferta pública** de los documentos de deuda pública **emitidos**, avalados o garantizados por la Nación o por el Banco de la República. Para tales efectos, se deberá enviar con destino al Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE y a los sistemas de negociación en que vayan a negociarse, 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**, facsímil o macro título o modelo del título y demás documentos que permitan conocer las características de la **emisión**”. DECRETO 2555 de 2010, 15 de julio de 2010. 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.

⁷⁷ Con posterioridad a la emisión se presenta la colocación, la cual tiene por objeto que los valores emitidos sean adquiridos por los destinatarios de la oferta pública. La colocación es un término que equivale a la suscripción efectiva de los valores ofrecidos por parte de los inversionistas. Con el fin de lograr la colocación, el emisor puede acudir a la celebración de un contrato de colocación con una entidad autorizada para el efecto, quien se encargará de efectuar las gestiones comerciales y de mercadeo para que los valores sean suscritos por sus clientes o terceros inversionistas, pactándose entre el emisor y el colocador obligaciones de resultado o de simple gestión dependiendo de la modalidad de contrato de colocación celebrado. La suscripción, que constituye el contrato conforme al cual se perfecciona la adquisición del valor por parte del primer adquirente y del cual surgen obligaciones y derechos recíprocos tanto para el emisor como para el suscriptor, de conformidad con el contenido del valor y demás

La misma cronología aplica para todos los demás valores que son objeto de inscripción en el RNVE, lo cual se establece, a partir de la lectura de los artículos 5.2.1.1.1. a 5.2.1.1.8 del Decreto 2555, que dictaminan los requisitos generales de inscripción de emisores y emisiones de valores.

– Lo anterior significa que, conforme a la regulación del mercado de valores, la emisión del valor es presupuesto necesario para proceder a su inscripción en el RNVE, pues mal podría inscribirse en dicho registro un valor que no ha sido creado⁷⁸. Esta conclusión es válida en todos los casos, bien cuando se trate de realizar una oferta pública en el mercado primario⁷⁹ o bien y, con mayor razón, cuando la inscripción en ese registro tenga como objeto permitir que el valor sea objeto de oferta pública en el mercado secundario, a través de su inscripción en un sistema de negociación.⁸⁰

documentación complementaria. Perfeccionada la suscripción se expedirá el título respectivo que acredite la titularidad al suscriptor, si este es físico, o se realizará la anotación en cuenta si el valor es desmaterializado. Con posterioridad a la suscripción el valor puede ser objeto de diversas negociaciones, tales como compraventas, operaciones simultáneas, operaciones repo y otras, dependiendo de la naturaleza del valor y de la regulación de valores. Finalmente, se produce la redención del valor al vencimiento del plazo, que viene a equivaler a su extinción de la vida jurídica cuando se cumplen por parte del emisor todas las obligaciones en él contenidas.

⁷⁸ Si llegare a existir alguna excepción a esta regla, la misma necesariamente debe estar expresamente establecida en la regulación.

⁷⁹ Se citan a título de ejemplo los siguientes artículos: **Artículo 11.2.1.4.51. Despacho del Superintendente delegado para Emisores, Portafolios de Inversión y otros Agentes.** El Superintendente delegado para Emisores, Portafolios de Inversión y otros Agentes tiene las siguientes funciones respecto de los emisores de valores: /A. Funciones Generales: (...) / 24. Autorizar, respecto de vigilados y controlados exclusivos de la Superintendencia Financiera, los reglamentos de emisión de títulos que se vayan a colocar mediante oferta pública. Cuando el emisor sea vigilado por esta entidad, deberá solicitarse el concepto previo del supervisor institucional, en lo de su competencia. **Artículo 2.14.3.1.6 Títulos globales.** La sociedad emisora al efectuar el depósito de emisiones entregará al depósito uno o varios títulos en que se represente la totalidad o parte de la emisión. (Se subraya). **Artículo 6.4.1.1.1. Entidades emisoras y autorizaciones estatales.** Podrá emitir bonos para ser colocados mediante oferta pública, previa autorización de la oferta por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia, toda entidad que de conformidad con su régimen legal tenga capacidad para hacerlo. Parágrafo. No obstante, lo dispuesto en el presente artículo, las ofertas públicas de bonos no convertibles en acciones que realicen las entidades con régimen de inscripción automática en el Registro Nacional de Valores y Emisores- RNVE no requerirán ser autorizadas. DECRETO 2555 de 2010, 15 de julio de 2010. 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.

⁸⁰ Esta conclusión encuentra asidero, entre otros, en el Artículo 5.2.1.1.3 del Decreto 2555, el cual establece lo siguiente: **Requisitos para la inscripción.** Para inscribir al emisor y las emisiones de valores en el RNVE deberá remitirse a la Superintendencia Financiera de Colombia una

– Por último, es procedente aclarar que la emisión de títulos de contenido crediticio, de participación –con excepción de las acciones–, representativos de mercancías y mixtos, que no tienen como propósito o efecto la captación de recursos del público, esto es, que no forman parte del mercado de valores, puede tener un significado distinto al que se ha venido explicando.

En efecto, en estos casos la emisión equivale a la entrega física del título, por parte del creador al beneficiario, lo que implica que, en términos legales, sin esa entrega, el título no nace a la vida jurídica, a pesar de que exista o esté creado físicamente⁸¹.

Al referirse a los títulos valores, Messineo distingue entre la creación y la emisión del título, señalando que la primera se refiere a la confección gráfica del mismo, mientras “la emisión, o sea, la entrega a alguien, es el momento cronológico y lógico a partir del cual el documento se convierte en título de crédito o, cuando menos, en título de crédito vinculante: en otras palabras, la emisión es un manifestación compleja ya que consta de la creación y del libramiento.”⁸² De acuerdo con esta tesis, la emisión se produce en el momento en el que el título se entrega con la finalidad de generar efectos jurídicos vinculantes para el suscriptor.

En el caso de las acciones, a pesar de que no estén siendo objeto de oferta pública, la interpretación de los artículos 382 a 386 y 399 del Código de Comercio permite señalar que la emisión tiene el mismo significado atribuido a los valores, en tanto aquella se produce con la aprobación de la decisión de la asamblea o del órgano competente establecido en los estatutos sociales que crea las acciones.

solicitud de inscripción suscrita por el representante legal de la entidad, junto con la siguiente documentación, sin perjuicio de los requisitos previstos de manera especial para cada valor o para ciertos emisores: (...) /b) Cuando se trate de títulos 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;” (Se subraya). En idéntico sentido encontramos diversos artículos del Decreto 2555 de 2010 que se refieren a la “emisión y colocación” de valores, denotando que en todos los casos regulados se requiere que los valores hayan sido previamente emitidos para poder ser inscritos en el RNVE. DECRETO 2555 de 2010, 15 de julio de 2010. 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.

⁸¹ Arts. 621 y 625 del C. de Co.

⁸² MESSINEO, Francesco. *Manual de Derecho Civil y Comercial* (Vol. VI). (Buenos Aires: Ediciones Jurídicas Europa-América, 1954), 235.

En efecto, el artículo 383 de dicho Código señala que “toda emisión de acciones podrá revocarse o modificarse por la asamblea general, antes que sean colocadas o suscritas y con sujeción a las exigencias prescritas en la ley o en los estatutos para su emisión”, dando a entender que se está ante tres fenómenos distintos y que la emisión es el primero que se produce.

Resulta concordante lo anterior con lo establecido en el numeral 1 del artículo 386 del mismo Código, conforme al cual el reglamento de suscripción de acciones deberá indicar “La cantidad de acciones que se ofrezca, que no podrá ser inferior a las emitidas”. Así mismo, con las obligaciones surgidas del contrato de suscripción establecidas en su artículo 384, donde se menciona que la compañía se obliga a reconocerle al suscriptor la calidad de accionista y a “entregarle el título” correspondiente. Por último, con su artículo 399, según el cual “A todo suscriptor de acciones deberá expedírsele por la sociedad el título o títulos que justifiquen su calidad de tal”.

De acuerdo con lo anterior, las normas pertinentes del Código de Comercio se refieren a la emisión de las acciones en un sentido distinto al que tiene la entrega o expedición de los títulos de acciones al suscriptor.

En la doctrina colombiana, Martínez, 2014, pareciera tener un entendimiento distinto, por cuanto señala que “como consecuencia de la celebración del contrato de suscripción de acciones surgen dos obligaciones principales para la sociedad emisora que ofrece las acciones: por un lado, reconocerle al suscriptor la calidad de accionista y, por otro, el deber de emitir al suscriptor el título representativo de las acciones suscritas”⁸³.

Emisión como conjunto de valores

Una emisión, como se dijo anteriormente, también puede entenderse como el “conjunto de títulos o valores, efectos públicos o efectos de comercio o bancarios, que de una vez se ponen en circulación”.

La necesidad de analizar la emisión desde este punto de vista radica en que, según la ley, un derecho será valor cuando haga parte de una emisión. En este sentido, se entiende que el valor, para serlo jurídicamente, debe

⁸³ MARTÍNEZ, Néstor Humberto, *Cátedra de Derecho Contractual Societario Regulación Comercial y Bursátil de los Contratos Societarios*. (Bogotá D.C. Legis, 2014), 519.

formar parte de un conjunto de derechos que tienen entre sí elementos o características similares⁸⁴.

A contrario sensu, no será valor el derecho que surja a la vida jurídica como elemento único, pues, en tal caso, responderá a las necesidades e intereses de una relación jurídica individual y concreta, sin trascendencia alguna para el mercado de valores.

Sin embargo, tal como se dijo anteriormente, no existe a la fecha reglamentación alguna en Colombia que establezca las características de ese conjunto de valores que conforman una emisión, lo que da espacio a que surjan diversos interrogantes:

¿Se requiere que el conjunto esté conformado por una cantidad mínima de valores?, ¿qué características semejantes deberían tener?, ¿se requiere que sean homogéneos?, ¿deben ser creados en el mismo acto?, ¿pueden ser creados en actos jurídicos diferentes y sucesivos?

Estas inquietudes pueden ser resueltas por la vía de la interpretación de algunas normas del mercado, sin que en todo caso pueda arribarse a conclusiones definitivas.

A efectos de encontrar respuestas es importante señalar que, antes de la expedición de la ley, surgieron en Colombia inquietudes y discusiones relacionadas con lo que significaba la expresión “documentos emitidos en serie o en masa” a que se refería la Ley 32 de 1979⁸⁵, que bien pueden estar en la misma línea respecto de lo que es actualmente una emisión como conjunto de valores.

Estas discusiones académicas vinieron finalmente a ser resueltas mediante la expedición del Decreto 1168 de 1993, cuyo artículo 1 estableció las

⁸⁴ Según el significado de la palabra “conjunto” este se define como “Unido o contiguo a otra cosa. Mezclado, incorporado con otra cosa diversa”. “DICCIONARIO DE LA REAL ACADEMIA ESPAÑOLA”. *Conjunto*, ta, 2020, acceso el día 20 de mayo de 2021, Disponible en: <https://dle.rae.es/conjunto>

⁸⁵ Esta expresión estaba contenida en el artículo 6 de la LEY 32 de 1979 para describir lo que conformaba el mercado público de valores. Sobre las diferentes inquietudes que generaba la expresión véase CIFUENTES MUÑOZ, Eduardo, *El concepto de Valor: Reflexiones críticas a la luz del derecho comparado y del derecho colombiano*, (Universidad de los Andes Facultad de Derecho, Bogotá, 1985).

siguientes condiciones para que unos documentos que incorporaran derechos patrimoniales se entendieran emitidos en serie o en masa:

- a. Que sean creados en virtud de un acto único o de actos sucesivos de los que se originen cuando menos 20 títulos;
- b. Que correspondan a un patrón común, es decir que tengan un contenido sustancial homogéneo;
- c. Que tengan igual naturaleza jurídica;
- d. Que tengan la misma ley de circulación;
- e. Que provengan de un mismo emisor, y
- f. Que tengan vocación circulatoria.

Si bien esta norma fue derogada por la ley, como también el artículo 6 de la Ley 32 del 79⁸⁶, es innegable que contiene elementos que bien pueden ser utilizados, hoy en día, para interpretar la emisión como conjunto de valores.

En ese propósito, se señala que una norma vigente y de capital importancia para el mercado de valores, específicamente, la que define la oferta pública de valores, cuya aplicación es de carácter general, señala que la oferta pública se formula “con el fin de suscribir, enajenar o adquirir documentos emitidos en serie o en masa”.⁸⁷

Que una norma de esa importancia contenga una expresión a la que se referían normas que fueron expresamente derogadas por la ley puede entenderse como un rezago del Gobierno en la actualización normativa que, por tanto, no debería tener trascendencia jurídica alguna.

No obstante, también puede entenderse como la decisión del Gobierno de mantener la expresión con el propósito de integrarla con el concepto de valor al que se refiere el artículo 2 de la ley, máxime si se tiene en cuenta que el artículo 6.1.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010 –que define la oferta pública– fue modificado por el artículo 1 del Decreto 767 de 2016, sin que en esa ocasión se suprimiera la mención efectuada a documentos emitidos en serie o en masa.

⁸⁶ Véase el artículo 75 de la LEY 964 de 2005.

⁸⁷ Véase el artículo 6.1.1.1.1 del DECRETO 2555 de 2010.

Ahora bien, la referencia a emisión serial y masiva también se encuentra presente en la definición de los papeles comerciales, pues con respecto a ellos se indica que “Son papeles comerciales los pagarés ofrecidos públicamente en el mercado de valores, emitidos masiva o serialmente”⁸⁸, así como en el artículo 111 numeral 3 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero que se refiere a la inscripción automática en el RNVE de “Los documentos de carácter serial o masivo que emitan los establecimientos de crédito vigilados por la Superintendencia Bancaria, en desarrollo de operaciones pasivas realizadas de manera regular o esporádica”.

De suerte que cuando menos tres normas vigentes obligan a establecer, por la vía de la interpretación, cuáles son las características de una emisión serial y masiva.

De ahí que independientemente de la línea argumentativa que elija el intérprete de turno, los elementos que contenía el Decreto 1168 de 1993 resultan en su gran mayoría lógicos, coherentes y, en especial, aplicables como referencia conceptual para interpretar y asignar características a lo que es una emisión como conjunto de valores.

En tal sentido, es válido entender que una emisión está conformada por valores que: (a) han sido creados en virtud de un acto único o de actos sucesivos, (b) tienen un contenido sustancial homogéneo, (c) tienen igual naturaleza jurídica, (d) tienen la misma ley de circulación y (e) provienen de un mismo emisor. Lo anterior, no pugna con el hecho de que una misma emisión pueda tener varios grupos o series de valores que, si bien tienen la misma naturaleza jurídica y el mismo contenido sustancial homogéneo, pueden considerar ciertas diferencias en plazo, tasa u otras condiciones.

Algunas normas del Decreto 2555 de 2010 concuerdan con las conclusiones anteriores.

El artículo 6.1.1.1.5., que se refiere a las reglas de transparencia y homogeneización aplicables a los valores de contenido crediticio y mixto, señala entre otras cosas que

“[...] el pago de intereses se efectuará de conformidad con las reglas previstas en el respectivo reglamento, **las cuales deberán ser homogéneas**

⁸⁸ Artículo 6.6.1.1.1. del Decreto 2555 de 2010.

para cada una de las series.⁸⁹ [...] los periodos para el primer y/o el último pago de intereses podrán ser diferentes a los previstos para los demás periodos de la emisión [...]. La tasa cupón deberá ser la misma para cada uno de los títulos que conforman una serie en una emisión [...].⁹⁰ En cada emisión, los intereses se calcularán desde el inicio del respectivo período [...].⁹¹ El valor nominal es aquel que se expresa en el título al momento de su emisión, el cual no varía por efecto de las amortizaciones periódicas del mismo.⁹² [...] En el evento de programas de emisión, las reglas de pago de intereses y el periodo de remuneración deberán ser las mismas para cada una de las series, sin que ello implique que deba existir homogeneidad entre las reglas establecidas para las diferentes series.⁹³ [...] En caso de existir más de una serie en una emisión, deberá presentarse el plan de amortización para cada serie”.⁹⁴ (*)

El artículo 6.2.2.1.3, que regula el procedimiento de oferta pública de valores mediante la construcción del libro de ofertas, señala en su numeral 2-d que el prospecto preliminar deberá incluir, si es del caso, “**Las vueltas, lotes o tramos en los cuales se dividirá la emisión [...]**”. (**)

El artículo 6.3.1.1.1 establece que “Para efectos del presente decreto se entenderá por programa de emisión y colocación el plan mediante el cual una misma entidad, estructura con cargo a un cupo global, **la realización de varias emisiones, de uno o más valores**, mediante oferta pública, durante un término establecido.” (***)

El artículo 6.5.1.2.2 señala que “Los bonos hipotecarios **se deberán emitir con características homogéneas, pudiendo incorporar series con condiciones uniformes**” (****). El Artículo 6.6.1.1.2 prevé diversas modalidades para adelantar la oferta pública de papeles comerciales, señalando

⁸⁹ Numeral 1.1.

⁹⁰ Ibid.

⁹¹ Numeral 1.2.

⁹² Numeral 1.4.

⁹³ Numeral 2.1.

⁹⁴ Numeral 3.2

(*), (**), (***), (****). Con negrillas del autor.

que podrá ser a través de emisión única⁹⁵ y emisión rotativa⁹⁶ con⁹⁷ y sin posibilidad de prórroga⁹⁸.

⁹⁵ Numeral 1: “Ofreciendo y colocando una única emisión sin posibilidad de prórroga del plazo de los papeles comerciales. En este caso, el emisor deberá indicar en el respectivo aviso de oferta que se trata de una emisión de papeles comerciales sin posibilidades de rotación ni de prórroga al vencimiento de los valores.”

⁹⁶ Numeral 2: “Ofreciendo y colocando de forma rotativa los papeles comerciales con o sin posibilidad de prórroga de los mismos [...]”

⁹⁷ Numeral 2.1.:

Emisión rotativa con posibilidad de prórroga. Se podrán emitir y colocar papeles comerciales en forma rotativa con la posibilidad de prórroga de su plazo por un término igual a la inicial, evento en el cual la prórroga no implicará una nueva emisión. En estos casos se podrán variar las condiciones de la tasa de rentabilidad durante dicha prórroga. En todo caso, el emisor deberá indicar en el aviso de oferta que los papeles ofrecidos tienen posibilidad de prórroga de su plazo y la forma y medio que empleará para informar sobre la efectividad de tal condición. Esta modalidad de oferta se regirá por los siguientes parámetros: a. Al cumplimiento del plazo inicial pactado, en silencio del emisor y del inversionista, se entenderá prorrogado automáticamente el plazo por un término igual al inicialmente pactado en las mismas condiciones financieras. b. Si a la fecha de vencimiento respectiva, el emisor guarda silencio y el inversionista solicita la redención, el emisor deberá proceder a la redención del título. c. Si el emisor propone modificar la tasa de rentabilidad inicial, y el inversionista guarda silencio, el plazo del título se prorrogará por un término igual al pactado inicialmente con las nuevas condiciones financieras ofrecidas por el emisor. d. Si el emisor propone modificar la tasa de rentabilidad y el inversionista manifiesta su no aceptación, el emisor deberá redimir el título. e. Si el emisor decide redimir los títulos a su vencimiento comunicará este hecho al inversionista, el cual se encuentra obligado a aceptar tal redención. En el caso de que el emisor opte por lo previsto en los literales c), d) y e) del presente artículo, deberá comunicar su decisión de redención o de cambio de la tasa de rentabilidad el segundo día hábil anterior a la fecha de vencimiento de los títulos. En caso de que el inversionista opte por la redención a que se refieren los literales b) y d) del presente artículo deberá manifestar su voluntad al emisor el día hábil anterior a la fecha de vencimiento de los títulos. En todo caso, la sumatoria de las prórrogas de los papeles comerciales no podrá exceder el plazo máximo contemplado para éstos en el presente decreto.

⁹⁸ Numeral 2.2.:

Emisión rotativa sin posibilidad de prórroga Se podrán emitir y colocar papeles comerciales en forma rotativa sin posibilidad de prórroga de su plazo. En este evento, el emisor deberá establecer en el aviso de oferta que el plazo de los títulos no es objeto de prórroga y que por lo tanto se redimirán a su vencimiento. Parágrafo 1. En los eventos de redención del título contemplados en los numerales 2.1 y 2.2 del presente artículo, el emisor podrá colocar el monto redimido mediante una nueva emisión, para cuya oferta podrá utilizar cualquiera de los mecanismos descritos en el numeral 2. La oferta rotativa de papeles comerciales no podrá superar en ningún evento el monto total autorizado para los mismos. Parágrafo 2. La autorización de oferta pública de papeles comerciales se otorgará con vigencia máxima de dos (2) años; tratándose de emisiones ofertadas mediante la modalidad de emisión rotativa, esta autorización tendrá carácter global respecto del total de emisiones que se realicen durante ese lapso. Por consiguiente, el vencimiento de los papeles comerciales no podrá ser en ningún caso

El análisis de las anteriores disposiciones evidencia que existe una relativa flexibilidad en cuanto al conjunto de valores que conforman una emisión, si bien existen algunas reglas mínimas que se deben observar para algunos valores, dentro de las que se destaca la exigencia de que los valores emitidos como parte de una misma serie, tramo o grupo dentro de una emisión, deben tener las mismas condiciones de plazo, tasa, naturaleza jurídica y ley de circulación y se deben respetar en algunos casos los mínimos⁹⁹ o condiciones establecidas de manera especial para algunos valores, en particular.¹⁰⁰

En lo que respecta al número de valores, que forman parte de la emisión, por el sentido gramatical de la expresión se entiende que debe ser un número plural; no obstante, no existe norma alguna que establezca un mínimo, como en cambio sí lo establecía el Decreto 1168 de 1993 al referirse a 20 títulos.

De tal suerte que actualmente y, en estricto sentido, una emisión podría estar conformada por dos o más valores.

No obstante, el carácter serial y masivo al que se refiere la definición de oferta pública denota que la emisión involucra la creación de un número importante o una cantidad de valores que debería ser correlativo, al menos con los destinatarios de la oferta.

Desde otro punto de vista, el abandono que hizo la ley a la mención de emisión con carácter serial y masivo al referirse al concepto de valor da lugar a que puedan ser parte de una misma emisión valores que tradicionalmente son creados de forma individual, como ocurre con los CTD, las

posterior a los dos (2) años contados a partir de la fecha de publicación del primer aviso de oferta.

⁹⁹ El ARTÍCULO 6.6.1.1.1. del Decreto 2555 establece también algunas reglas para los papeles comerciales, dentro de las que se encuentran las siguientes: “*El monto de la emisión de papeles comerciales objeto de oferta pública no debe ser inferior a dos mil (2.000) salarios mínimos legales mensuales vigentes.*” y “*Cuando la totalidad o parte de la emisión de papeles comerciales se vaya a ofrecer públicamente en el exterior, la calificación de los papeles comerciales podrá ser otorgada por una sociedad calificadoradora de valores extranjera de reconocida trayectoria a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia.*”

¹⁰⁰ El ARTÍCULO 6.4.1.1.4. del Decreto 2555 establece que los títulos de los bonos deben contener, como mínimo y entre otras menciones, las siguientes: “**La serie**, número, valor nominal y primas, si las hubiere” y “**El monto de la emisión**, la forma, lugar y plazo para amortizar el capital y los intereses”.

aceptaciones bancarias y los certificados de depósito de mercancías, que precisamente fueron listados en el artículo 2 de la ley como valores.

Esta falta de consistencia normativa entre la ley y el Decreto 2555, que bien puede calificarse de inconveniente, termina dando lugar a que puedan ser considerados valores tanto los que son objeto de emisión serial y masiva como aquellos de creación individual que provengan de un mismo emisor, tengan un contenido sustancial homogéneo, igual naturaleza jurídica y la misma ley de circulación.

Emisión como actividad del mercado de valores

Se ha analizado anteriormente, la emisión como elemento del concepto de valor, pero debe agregarse que la emisión, conforme al artículo 3-1 de la ley, es también una actividad del mercado de valores.

En efecto, dentro del listado de actividades del mercado de valores, el numeral citado anteriormente menciona “La emisión y la oferta de valores”, asunto que en principio indica que la emisión en sí misma considerada es objeto de intervención por parte del Estado, máxime cuando la propia ley le otorga facultades al Gobierno para regular la “emisión de los valores”¹⁰¹ y “la emisión, suscripción y colocación de los títulos de deuda pública.”¹⁰²

En este caso, la emisión no puede tener un significado diferente a la acción y efecto de emitir valores que ya fue explicado anteriormente. Partiendo de este presupuesto, la emisión de valores como actividad del mercado de valores requiere de un análisis particular para que adquiera sentido a la luz de los objetivos y criterios de intervención a los que se refiere el artículo 1 de la ley.

En efecto y como se recordará, las entidades que pretendan realizar alguna de las actividades del mercado de valores estarán sometidas a la supervisión de la Superintendencia Financiera, lo que implica que no podrán llevar a cabo la actividad sin la previa autorización de esa entidad estatal.

No obstante, para el caso de la emisión de valores, la autorización se torna necesaria únicamente en los casos en que expresamente la regulación así

¹⁰¹ ARTÍCULO 4-b.

¹⁰² ARTÍCULO 4-j.

lo establezca, habida cuenta de que, en general, la simple creación de un valor no tiene ninguna trascendencia para el mercado de valores.

La emisión, ciertamente, conforme a lo explicado en este documento, corresponde a un acto jurídico que está en la órbita privada del emisor, por cuanto consiste en la aprobación de una decisión o de un reglamento cuyo propósito es crear jurídicamente los valores.

La competencia para impartir esa aprobación radica en un órgano interno del emisor, que normalmente cuando se trata de emisores privados es la asamblea o la junta directiva. En consecuencia, este acto primigenio de creación del valor se rige por los estatutos y por las normas de carácter general aplicables en materia de convocatoria, quórum y mayorías decisorias y puede efectivamente adoptarse sin autorización previa de la Superintendencia Financiera.

La emisión de valores comienza a tener trascendencia legal más allá del ámbito interno del emisor con ocasión del procedimiento a través del cual estos, después de emitidos, se ofrecen para que sean objeto de suscripción por parte de terceros.¹⁰³

En efecto, desde el punto de vista de la intervención del Estado el modo escogido por el emisor para realizar la colocación le da relevancia a la emisión, en dos sentidos distintos. En primer lugar, cuando la forma de colocación es la oferta pública, el acto entra en la órbita del mercado de valores por cuanto tiene por objeto la captación de recursos del público, de lo cual se deriva la obligación de solicitar autorización previa de la Superintendencia Financiera. En segundo lugar, ese propósito de captación es el que a su vez le da al derecho emitido la categoría de valor y, por ende, sujeto a la regulación especial del mercado de valores.

Por el contrario, si el modo de colocación escogido no es la oferta pública, el acto jurídico de emisión no tendrá relevancia alguna para el mercado de valores, por cuanto no tiene como propósito la captación de recursos

¹⁰³ En la legislación colombiana se encuentran diversos casos en que la colocación de acciones requiere de autorización estatal del reglamento de colocación, incluso cuando dichas acciones no van a ser ofrecidas públicamente. En ese sentido pueden verse los artículos 61 a 66, 84 y 85 de la Ley 222 de 1995, y 385 y siguientes del Código de Comercio.

del público. El derecho emitido tampoco será un valor. En estos casos se aplica el derecho común.

Como se observa, el aspecto medular en todo este asunto es la oferta pública y cuya existencia determina si se requiere o no la autorización de la Superintendencia Financiera.

Ahora bien, la regulación colombiana señala que para realizar una oferta pública el emisor y la emisión deben previamente ser inscritos en el RNVE, caso en el cual debe acreditarse el cumplimiento de los requisitos establecidos para el efecto¹⁰⁴. Adicionalmente, deben también cumplirse las reglas especiales establecidas para autorizar la oferta pública del valor respectivo.¹⁰⁵

En ese proceso de inscripción a cargo de la Superintendencia Financiera esta entidad debe verificar que el emisor haya emitido los valores conforme a las reglas especiales de emisión previstas en la regulación para el respectivo valor.

Estas reglas especiales están referidas principalmente a asuntos como el monto de la emisión¹⁰⁶, el valor nominal del respectivo valor¹⁰⁷, el plazo mínimo o máximo de redención¹⁰⁸ y el pago de intereses¹⁰⁹. Si todo está en

¹⁰⁴ ARTÍCULOS 5.2.1.1.1 a 5.2.1.1.9. DECRETO 2555 de 2010, 15 de julio de 2010. 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.

¹⁰⁵ En ese sentido, véase los artículos 6.10.1.1.1. y siguientes (valores emitidos en el exterior), 6.9.1.1.1. (titularizaciones), 6.8.1.1.1. (certificados de depósito de mercancías), 6.7.1.1.1. y siguientes (bonos de prenda), 6.6.1.1.1. y siguientes (papeles comerciales), 6.5.1.1.1. y siguientes (bonos hipotecarios), 6.4.1.1.1. y siguientes (bonos ordinarios), 6.3.1.1.1. y siguientes (programas de emisión y colocación).

¹⁰⁶ Véase en ese sentido el Decreto 2555 de 2010, artículos 6.6.1.1.1. numeral 1 (papeles comerciales), 6.5.1.2.1 (bonos hipotecarios), 6.4.1.1.3. numeral 1 (bonos ordinarios) y 6.3.1.1.3 (programas de emisión y colocación).

¹⁰⁷ ARTÍCULO 6.5.1.2.4. (bonos hipotecarios). DECRETO 2555 de 2010, 15 de julio de 2010. 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.

¹⁰⁸ ARTÍCULOS 6.6.1.1.1. (papeles comerciales), 6.5.1.2.3. (bonos hipotecarios) y 6.4.1.1.3. numeral 5 (bonos ordinarios). DECRETO 2555 de 2010, 15 de julio de 2010. 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.

¹⁰⁹ ARTÍCULO 6.1.1.1.5. DECRETO 2555 de 2010, 15 de julio de 2010. 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.

regla la Superintendencia efectúa la inscripción del emisor y de la emisión en el RNVE, lo que implica también la autorización para realizar la oferta pública.

A pesar de lo anterior, debe aclararse que el proceso de revisión efectuado por la Superintendencia no tiene como propósito autorizar la emisión, sino aprobar o denegar la inscripción en el RNVE y autorizar la oferta pública de valores ya emitidos.

Así las cosas, se advierte que por regla general la emisión de valores no requiere ningún tipo de autorización por parte de la Superintendencia Financiera, asunto que no pone en entredicho la protección de los inversionistas, ya que el acto de emisión en sí mismo considerado es meramente antecedente al que sí está encaminado a la captación de recursos del público y debe ser autorizado: la oferta pública.

Ahora bien, estas conclusiones se fundamentan en una interpretación propia de la regulación vigente, dado que no hay una norma en Colombia que lo diga expresamente, como en cambio sí ocurre en la legislación española, donde el Real Decreto Legislativo 4 de 2015, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, establece “*la libertad de emisión*” en virtud de la cual la emisión de valores no requerirá autorización administrativa previa.¹¹⁰

Sin perjuicio de lo dicho, debe señalarse que en Colombia existen algunas normas especiales, conforme a las cuales determinadas emisiones deben ser autorizadas por alguna autoridad estatal, requisito que debe entenderse sin perjuicio del cumplimiento de las demás normas establecidas en cuanto a inscripción en el RNVE y autorización de oferta pública por parte de la

¹¹⁰ ARTÍCULO 33. Libertad de emisión. /1. Las emisiones de valores no requerirán autorización administrativa previa y para su colocación podrá recurrirse a cualquier técnica adecuada a elección del emisor. /2. El emisor deberá estar válidamente constituido de acuerdo con la legislación del país en el que esté domiciliado y deberá estar operando de conformidad con su escritura de constitución y estatutos o documentos equivalentes. /Adicionalmente, los valores deberán respetar el régimen jurídico al que estén sometidos y, en los casos en los que el emisor esté obligado a elaborar un folleto conforme a lo dispuesto en el Reglamento (UE) n.º 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE, la colocación deberá ajustarse a las condiciones recogidas en él.

Superintendencia Financiera. Esos casos deben considerarse como excepciones al régimen general explicado líneas atrás.

Dentro de esas excepciones se encuentra:

- a. La reapertura de emisiones de bonos, que por expresa disposición legal requiere autorización previa de la Superintendencia Financiera¹¹¹.
- b. La Superintendencia de Sociedades debe autorizar las emisiones privadas de bonos de las sociedades sometidas a su inspección y vigilancia.¹¹²
- c. La emisión de cualquier clase de títulos por parte del Fondo para el Financiamiento del Sector Agropecuario (FINAGRO), requiere previa autorización por parte de la Junta Directiva del Banco de la República.¹¹³
- d. La emisión de Títulos de Ahorro Educativo (TAE) por parte del Instituto Colombiano de Crédito Educativo y Estudios Técnicos en el Exterior Mariano Ospina Pérez (ICETEX), requerirá concepto favorable del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.¹¹⁴
- e. La emisión de títulos de deuda pública tanto interna como externa requiere autorización del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.¹¹⁵

¹¹¹ ARTÍCULO 6.4.1.1.47. DECRETO 2555 de 2010, 15 de julio de 2010. 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.

¹¹² La emisión privada de bonos de las sociedades vigiladas o controladas por la Superintendencia de Sociedades requiere autorización previa por parte de la Entidad, de conformidad con el numeral 2° del artículo 84 de la Ley 222 de 1995, en concordancia con el numeral 3° del artículo 2.2.2.1.1.6 del Decreto 1074 de 2015.

¹¹³ ARTÍCULO 230, numeral 1-1. DECRETO 663 de 1993, 2 de abril de 1993. Por medio del cual se actualiza el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y se modifica su titulación y numeración.

¹¹⁴ ARTÍCULO 277, numeral 2, parágrafo, DECRETO 663 de 1993, 2 de abril de 1993. Por medio del cual se actualiza el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y se modifica su titulación y numeración.

¹¹⁵ ARTÍCULOS 2.2.1.3.1. a 2.2.1.3.28. DECRETO 1068 de 2015, 26 de mayo de 2015. Por medio del cual se expide el Decreto Único Reglamentario del Sector Hacienda y Crédito Público.

Cuarto elemento: El valor tiene por objeto o efecto la captación de recursos del público

El último de los elementos del concepto de valor es el más relevante desde el punto de vista de la intervención del Estado en el mercado de valores.

Se justifica la intervención, efectivamente, porque el ahorro del público está en juego y no es válido que alguien pueda captarlo y aprovecharlo sin cumplir unos requisitos especiales tendientes a proteger a los inversionistas. De ahí que las actividades de captación y aprovechamiento del ahorro del público a través de valores sean consideradas por el artículo 335 de la Constitución como de interés público.

En palabras de la Corte Constitucional¹¹⁶,

Respecto de las actividades financiera, bursátil y aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público, el artículo 335 de la Carta, en concordancia con los artículos 150-19-d) y 189-24 del mismo ordenamiento, las declara de “interés público”, al tiempo que dispone que las mismas sólo pueden ser ejercidas previa autorización del Estado y de acuerdo con la ley, asignándole al Gobierno específicas funciones de inspección, vigilancia y control sobre las personas que las realizan. Sobre este punto, dijo la Corte en la Sentencia C-1062 de 2003¹¹⁷:

Ha dicho la Corte que la actividad financiera es de interés general, pues en ella está comprometida la ecuación ahorro - inversión que juega papel fundamental en el desarrollo económico de los pueblos.¹¹⁸ Es por ello por lo que cualquier actividad que implique esta forma de intermediación de recursos, o la simple captación del ahorro de manos del público, debe quedar sometida a la vigilancia estatal. En efecto, en el modelo “social de derecho”, en donde corresponde al Estado conducir la dinámica colectiva hacia el desarrollo económico, a fin de hacer efectivos los derechos y principios fundamentales de la organización política, no resulta indiferente la manera en que el ahorro público es captado, administrado e invertido. La

¹¹⁶ SENTENCIA C-823/11.

¹¹⁷ CORTE CONSTITUCIONAL DE COLOMBIA. C-1062 de 2003, Magistrado Ponente: Dr. MONROY CABRA, Marco Gerardo.

¹¹⁸ CORTE CONSTITUCIONAL DE COLOMBIA. C- 1107 de 2001, Magistrado Ponente: ARAUJO RENTERÍA, Jaime.

democratización del crédito es objetivo constitucionalmente definido (C.P. art. 335) y la orientación del ahorro público hacia determinado propósito común se halla justificada como mecanismo de intervención del Estado en la economía (C.P. art. 334), para lograr la distribución equitativa de las oportunidades y los beneficios del desarrollo. Además, la actividad propiamente financiera tiene repercusión en la soberanía monetaria del Estado, pues es sabido que el papel que el sistema financiero cumple dentro de la economía implica la emisión secundaria de moneda, mediante la creación de medios de pago distintos de los creados por la vía de la emisión, por lo cual su adecuada regulación, vigilancia y control compromete importantes intereses generales. Pero más allá de este interés público, corresponde también al Estado velar por los derechos de los ahorradores o usuarios, razón que también milita para justificar la especial tutela estatal sobre las actividades financiera, bursátil y aseguradora y sobre cualquier otra que implique captación de ahorro de manos del público¹¹⁹.

El estudio de la captación de recursos del público como elemento del concepto de valor puede desagregarse en dos aspectos igualmente importantes, como pasa a explicarse.

– En primer lugar, es fundamental tener en cuenta que la captación de recursos del público en el concepto de valor está concebida en dos sentidos: (i) como una simple conducta, en cuanto tiene como *objeto* captar recursos del público y (ii) como un resultado, en cuanto tuvo como *efecto* la captación de esos recursos.

En lo que tiene que ver con la conducta, ha de entenderse referida a acciones o actuaciones verificables del emisor –incluyendo las de terceros contratados por él–, las cuales una vez efectuadas o exteriorizadas evidencian que su propósito u objetivo es captar recursos del público a través de un derecho de naturaleza negociable que es parte de una emisión.

Ese simple comportamiento del emisor o del tercero hacen que el derecho en cuestión deba considerarse como un valor. Desde este punto de vista pierde toda relevancia el resultado de las acciones del emisor, pues estas en sí mismas son suficientes para calificar el derecho ofrecido como valor.

¹¹⁹ Corte Constitucional de Colombia. C-940 de 2003, Magistrado Ponente: Dr. Marco Gerardo Monroy Cabra.

El otro punto de vista es el resultado de la conducta, caso en el cual se verifica que el emisor haya logrado efectivamente captar recursos del público mediante un derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión. Verificado ese resultado, el derecho ofrecido, según la ley tendrá que considerarse como valor.

– El segundo aspecto de capital importancia consiste en determinar cuándo y en qué condiciones se entiende que hay captación de recursos del público a través de un derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión.

Este asunto, a pesar de su relevancia, lamentablemente no fue establecido por la ley ni ha sido objeto de ninguna regulación gubernamental en desarrollo de las facultades que le otorgó el artículo 4-b de la ley. Por tanto, el vacío normativo podría dar lugar a interpretaciones de distinto alcance.

Sin embargo, se considera que la propia regulación del mercado de valores permite establecer el criterio para determinar en qué casos se tiene por objeto o efecto la captación de recursos del público.

– Preliminarmente, es importante señalar que los criterios establecidos en la regulación colombiana para determinar cuándo se presenta captación masiva y habitual de dineros del público no tienen aplicación alguna en la determinación de si un derecho es un valor.

Los supuestos de la conducta de captación masiva y habitual de dineros del público están establecidos actualmente en el artículo 2.18.2.1 del Decreto 1068 del 2015.¹²⁰ Conforme a esta norma, la captación masiva y habitual

¹²⁰ ARTÍCULO 2.18.2.1. Definición. Para los efectos del Decreto 2920 de 1982, se entiende que una persona natural o jurídica capta dineros del público en forma masiva y habitual en uno cualquiera de los siguientes casos: / 1. Cuando su pasivo para con el público está compuesto por obligaciones con más de veinte (20) personas o por más de cincuenta (50) obligaciones, en cualquiera de los dos casos contraídas directamente o a través de interpuesta persona. / Por pasivo para con el público se entiende el monto de las obligaciones contraídas por haber recibido dinero a título de mutuo o a cualquiera otro en que no se prevea como contraprestación el suministro de bienes o servicios. / 2. Cuando, conjunta o separadamente haya celebrado en un periodo de tres (3) meses consecutivos más de veinte (20) contratos de mandato con el objeto de administrar dineros de sus mandantes bajo la modalidad de libre administración o para invertirlos en títulos o valores a juicio del mandatario, o haya vendido títulos de crédito o de inversión con la obligación para el comprador de transferirle la propiedad de títulos de la misma especie, a la vista o en un plazo convenido, y contra reembolso de un precio. / Para

de dineros descansa en supuestos que se complementan entre sí y cuya ocurrencia debe verificarse de manera integral para que se configure la conducta.

En lo que resulta pertinente para el tema objeto de estudio, esto es el concepto de valor, debe señalarse que la definición de pasivo con el público que contiene el Decreto 1068 de 2015 se refiere a dos modalidades.

La primera, haber recibido el dinero a título de mutuo, es decir, “el contrato en que una de las partes entrega a otra cierta cantidad de cosas fungibles con cargo a restituir otras tantas del mismo género y calidad”¹²¹. En este caso el bien fungible es el dinero. Este supuesto de captación requiere que el pasivo esté constituido por más de 50 obligaciones o con más de 20 personas, de las cuales se excluyen el cónyuge o los parientes hasta el 4º grado de consanguinidad, 2º de afinidad y único civil, así como los socios o asociados que cumplan los requisitos establecidos en el parágrafo 2 de la norma en cuestión.

La segunda, consiste en haber recibido el dinero a través de cualquier otra modalidad, siempre que no se establezca como contraprestación el suministro de un bien o servicio.

En cualquiera de estos dos casos el dinero recibido debe ser superior al 50% del patrimonio líquido del captador, salvo que las operaciones hubieran sido producto de la realización de ofertas públicas o *privadas a*

determinar el período de los tres (3) meses a que se refiere el inciso anterior, podrá tenerse como fecha inicial la que corresponda a cualquiera de los contratos de mandato o de las operaciones de venta. / Parágrafo 1. En cualquiera de los casos señalados debe concurrir además una de las siguientes condiciones: /a) Que el valor total de los dineros recibidos por el conjunto de las operaciones indicadas sobrepase el 50% del patrimonio líquido de aquella persona o; /b) Que las operaciones respectivas hayan sido el resultado de haber realizado ofertas públicas o privadas a personas innominadas, o de haber utilizado cualquier otro sistema con efectos idénticos o similares. / Parágrafo 2. No quedarán comprendidos dentro de los cómputos a que se refiere el presente artículo las operaciones realizadas con el cónyuge o los parientes hasta el 4º grado de consanguinidad, 2º de afinidad y único civil, o con los socios o asociados que, teniendo previamente esta calidad en la respectiva sociedad o asociación durante un período de seis (6) meses consecutivos, posean individualmente una participación en el capital de la misma sociedad o asociación superior al cinco por ciento (5%) de dicho capital. DECRETO 2920 de 1982, 8 de octubre de 1982. Por el cual se dictan normas para asegurar la confianza del público en el sector financiero colombiano.

¹²¹ ARTÍCULO 2221. LEY 84 de 1873, 26 de mayo de 1873. CÓDIGO CIVIL DE LOS ESTADOS UNIDOS DE COLOMBIA. *Diario Oficial No. 2.867 de 31 de mayo de 1873.*

personas innominadas, caso en el cual, según la norma, no tendría que cumplirse el porcentaje señalado.

Conviene resaltar que la norma no define lo que es una oferta pública ni remite a ninguna otra disposición para el efecto. En ese sentido y dado que la oferta pública es típica del mercado de valores, por analogía podría aplicarse la definición establecida para el efecto en el artículo 6.1.1.1.1. del Decreto 2555 de 2010, conforme al cual resulta improcedente la distinción entre las ofertas públicas y las ofertas privadas a personas innominadas a las que se refiere el Decreto 1068 de 2015, ya que estas últimas corresponden a una de las modalidades de oferta pública, como se explicará más adelante.

A pesar de que procede la aplicación de analogía en el sentido indicado, los supuestos de la captación masiva y habitual no resultan aplicables para determinar si un derecho es o no un valor. Por tanto, aún en los casos en que a través de un derecho se haya incurrido en captación masiva y habitual de dineros, resulta improcedente concluir que ese derecho deba considerarse como un valor, según el concepto de que trata el artículo 2 de la ley.

En otras palabras, el último elemento del concepto de valor no se verifica cuando se den los supuestos de captación masiva y habitual de dineros del público, a pesar de que existan casos en que a través de un valor pueda incurrirse en esa conducta.

La anterior conclusión se basa en varias razones. En primer lugar, la ley no ha señalado en el concepto de valor que mediante este se tenga como objeto o efecto la *captación masiva y habitual* de dineros del público. Se ha referido simplemente a la captación de recursos del público, sin calificarla de masiva o habitual.

Esto significa que en el ámbito del mercado de valores la captación de recursos del público tiene un alcance mucho más general y en tal sentido desprovisto de calificaciones numéricas y porcentuales como aquellas en que descansa la captación masiva y habitual de dineros.

Una interpretación distinta habría requerido que la ley o el Gobierno hubieran señalado expresamente que, para los efectos del concepto de valor, la captación de recursos del público debía entenderse en los mismos términos establecidos para la captación masiva y habitual de dineros, lo

cual a la fecha no ha ocurrido y en realidad no tendría mucho sentido que ocurriera.

En segundo término, la captación de recursos del público a que se refiere la ley y la captación masiva y habitual de dineros de que trata el Decreto 1068 de 2015 son irreconciliables, por lo menos parcialmente.

En efecto, la conducta de captación masiva y habitual de dineros del público se basa única y exclusivamente en los resultados obtenidos por el captador (número de obligaciones, número de personas con las que tiene obligaciones, etcétera), mas no en el propósito de sus actuaciones. Si esos resultados no se dan, la conducta de captación masiva y habitual es inexistente.

En cambio, en el concepto de valor, la ley ha contemplado la captación de recursos del público tanto en la conducta como en su resultado, que es un supuesto normativo completamente distinto al de la captación masiva y habitual de dineros.

Ahora bien, y sin que ello cambie en nada la conclusión anterior, procede preguntarse si alguno de los supuestos de captación masiva y habitual se puede presentar en el caso en el que exista una oferta pública de valores no autorizada previamente por la Superintendencia Financiera. Se considera que sí existe esta posibilidad.

En efecto, una persona estaría incurso en captación masiva y habitual de dineros a través de valores cuando realice una oferta pública no autorizada de títulos de contenido crediticio (bonos o pagarés), en la que producto de esa oferta adquiera más de 50 obligaciones o se obligue con más de 20 personas. En este caso se entendería que esos títulos de contenido crediticio configuran el contrato de mutuo de dinero al que se refiere el Decreto 1068 de 2015.

En caso de presentarse la captación masiva y habitual de dineros a través de valores, se daría lugar a una intervención administrativa al captador por parte de la Superintendencia de Sociedades, así como a la adopción de medidas cautelares por parte de la Superintendencia Financiera, en virtud de las facultades que le otorgan a esta última los artículos 108 y 326-5-b del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (EOSF).

En cambio, si se trata de títulos que otorguen derechos de participación, representativos de mercancías o mixtos, así se realice una oferta pública sin autorización de la Superintendencia Financiera, no se darían los supuestos para que haya captación masiva y habitual de dineros.

Estas conclusiones están referidas exclusivamente al ámbito administrativo, por lo que habrán de entenderse sin perjuicio de lo que dispongan las normas penales que contemplan el delito de captación masiva y habitual de dineros, sobre las cuales no se hará un desarrollo por exceder el objeto del presente ensayo.¹²²

– Las anteriores consideraciones permiten señalar que el acto jurídico que realmente viene a determinar si un derecho cumple con el último de los elementos para considerarse valor es el de la oferta pública consagrada en el artículo 6.1.1.1.1. del Decreto 2555.

Conforme a dicha norma, existe oferta pública en los siguientes casos:

- a. Cuando la oferta esté dirigida a personas no determinadas, y
- b. Cuando la oferta esté dirigida a cien o más personas determinadas.

En los dos casos, la oferta debe tener como fin “suscribir, enajenar o adquirir documentos emitidos en serie o en masa, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías”.

Existen algunos casos especiales que no se consideran ofertas públicas:

- a. Al tratarse de acciones o de bonos obligatoriamente convertibles en acciones, no será pública la oferta que esté dirigida a los accionistas de la sociedad emisora, siempre que sean menos de quinientos (500) los destinatarios de esta, salvo que también se dirija a cien o más personas determinadas o a personas no determinadas.
- b. Tampoco será pública la oferta de acciones resultante de una orden de capitalización impartida por autoridad estatal competente, dirigida exclusivamente a accionistas de la sociedad o la que tenga por objeto capitalizar obligaciones de esta, siempre y cuando se encuentren reconocidas dentro de un proceso concursal en el que se

¹²² Véanse los artículos 316 y 316-A del Código Penal.

haya tomado tal decisión, en ambos casos sin importar el número de personas a quienes se encuentre dirigida.

- c. Por último, no será pública la oferta que realice una sociedad colombiana, su matriz, sus filiales y/o subordinadas domiciliadas en Colombia o en el exterior y sea ofrecida a aquellos sujetos con los que la sociedad colombiana tiene contrato de trabajo vigente y/o a sus miembros de junta directiva. Esta oferta deberá hacer parte de un programa de compensación o de beneficios para empleados, el cual deberá constar por escrito en el respectivo contrato de trabajo.

Como se observa, la oferta pública en el mercado de valores está determinada por sus destinatarios y no por factores adicionales como el resultado de su formulación, criterio que se ha mantenido vigente desde la expedición de la Resolución 400 de 1995 por parte de la Sala General de la Superintendencia de Valores¹²³.

Al contrastar la oferta pública de valores con una que no lo es, a la que podríamos denominar oferta privada, se encuentra que esta última no tiene mención alguna en la regulación del mercado de valores, lo que significa y con razón que no es objeto de intervención del Estado en desarrollo de lo previsto en el artículo 335 constitucional.

Por tanto, una oferta privada se rige única y exclusivamente por el derecho común, conformado en este caso por las normas mercantiles que rigen la oferta¹²⁴ y por las demás que regulan el contrato ofrecido¹²⁵.

En contraste, la regulación colombiana es profusa en definir la oferta pública y en establecer requisitos para que esta sea autorizada por la Superintendencia Financiera, tanto desde el punto de vista general como especial para algunos tipos de valores, lo que no deja duda alguna acerca de que, en virtud del artículo 335 constitucional, la oferta pública es de capital importancia desde el punto de vista de la intervención del Estado en el mercado de valores.

¹²³ La oferta pública estaba definida en el artículo 1.2.1.1. de la Resolución 400 de 1995 y su texto fue incorporado sin modificación alguna al Decreto 2555 de 2010.

¹²⁴ Véanse artículos 845 y siguientes del Código de Comercio.

¹²⁵ Conformadas inicialmente por las normas contractuales establecidas en el Código de Comercio y por remisión las del Código Civil, según lo previsto en el artículo 822 del Código de Comercio.

Ciertamente y, en concordancia con lo dicho, existen dos reglas perfectamente claras en materia de oferta pública. La primera; toda oferta pública de valores debe ser previamente autorizada por la Superintendencia Financiera, so pena de ineficacia, lo que se ha mantenido incólume en la legislación colombiana desde la expedición de la Ley 32 de 1979, la que en su artículo 10, vigente a la fecha, señala que “Será ineficaz el acto jurídico que se celebre como consecuencia de una oferta pública de valores que no haya sido autorizada por la Comisión Nacional de Valores”, hoy Superintendencia Financiera.

La segunda regla inveterada es la de que todo valor que pretenda ser objeto de oferta pública debe previamente inscribirse en el RNVE, como así de forma expresa lo señalaba el artículo 7 de la Ley 32 de 1979, conforme al cual “Ningún documento podrá ser objeto de oferta pública sin que se encuentre inscrito en el Registro Nacional de Valores”. Si bien este artículo fue derogado por la ley¹²⁶, esta reiteró la regla al establecer que “Las ofertas públicas de valores deberán estar precedidas por la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores.”¹²⁷

Es meridianamente claro, entonces, que en la regulación especial del mercado de valores la presencia de la oferta pública es el factor determinante para establecer dos cosas:

- a. El perímetro fáctico de la intervención estatal, en el entendido de que la formulación de una oferta pública de valores implica, bien como objeto o bien como resultado, la captación de recursos del público a través de valores, lo que la convierte en actividad de interés público que únicamente puede realizarse previa autorización de la Superintendencia Financiera y conforme a las reglas especiales establecidas.
- b. Que cuando un derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión sea objeto de oferta pública, bien para suscribirlo, enajenarlo o adquirirlo, ese derecho será un valor en los términos establecidos en el artículo 2 de la ley.

¹²⁶ Véase el artículo 75.

¹²⁷ Véase el artículo 7.

– Para complementar lo dicho, baste decir que la formulación de una oferta pública de valores, por ese simple hecho, demuestra que quien la formula tiene como objeto o propósito la captación de recursos del público. Se verifica en este caso el elemento del concepto de valor que se refiere a que el derecho de naturaleza negociable tiene como *objeto* la captación de recursos del público.

Si como resultado de la formulación de la oferta pública se llega a recaudar dineros de terceros, se entenderá verificado también el elemento del concepto de valor según el cual el derecho negociable que haga parte de una emisión tiene como *efecto* la captación de recursos del público. En este caso, jurídicamente no tiene trascendencia alguna el monto de los recursos recibidos ni el número de personas que suscribieron los valores –que bien podrían ser una o más- ni el número de valores que se hayan suscrito –que también podrían ser uno o más.

Lo que se advierte al efectuar estas consideraciones es que la legislación colombiana terminó mezclando en el concepto de valor la definición de oferta pública, habida cuenta de que si esta no existe aquel tampoco. De allí que se hubiera afirmado, párrafos atrás, que lejos de marcar una distancia entre el concepto de valor y la oferta pública, como era su pretensión según la exposición de motivos de la ley, lo que el legislador colombiano hizo fue crear una asociación inescindible entre ambos.

Por tanto, los valores listados en el artículo 2 de la ley en realidad no son tales sino hasta que sean objeto de oferta pública. Se presenta así una dicotomía con respecto a cada uno de los distintos instrumentos a los que se refiere la ley, por cuanto en general tendrán la calidad que les otorga la ley ordinaria que los regula y, eventualmente, si con ellos se pretende realizar o se formula una oferta pública, serán considerados como valores para efectos de la ley.

– Aquí es importante mencionar que el artículo 4-b de la ley le otorga facultades al Gobierno para regular la oferta pública, sus modalidades, las reglas aplicables y su revocabilidad, asunto que a la fecha no ha realizado. En parte esta situación explica que la mención de documentos emitidos en serie o en masa que contiene la definición actual de oferta pública, heredada de la Resolución 400 de 1995, no haya sido modificada, tal como se explicó al abordar el estudio de la emisión como conjunto de valores.

La facultad regulatoria en materia de oferta pública tiene un carácter restringido, en la medida en que la propia ley señaló que “En ejercicio de esta facultad el Gobierno Nacional solo podrá calificar como ofertas públicas aquellas que se dirijan a personas no determinadas o a sectores o grupos de personas relevantes o que se realicen por algún medio de comunicación masiva para suscribir, enajenar o adquirir valores.”

El texto legal indica que para el legislador colombiano la definición de oferta pública tendría –o debería tener– un alcance distinto al que está plasmado actualmente en el Decreto 2555, debido a que menciona otros aspectos no recogidos en la definición vigente. El primero, referido al medio a través del cual se comunica la oferta pública, que califica como un medio de comunicación masiva, tal como sería el internet, las redes sociales, los periódicos, la radio, los avisos expuestos al público y similares.

En estricto sentido, este enfoque no cambia en lo material la definición actual de oferta pública, toda vez que la divulgación en un medio masivo de comunicación justamente equivale y tiene los mismos efectos jurídicos que la oferta dirigida a personas indeterminadas.

El otro aspecto tiene que ver con los destinatarios que la ley denomina *sectores o grupos de personas relevantes*, que en principio representaría un cambio con respecto a la definición actual de oferta pública; sin embargo, en estricto sentido no constituye ninguna novedad en la regulación colombiana, pues a un *sector o grupo determinado de personas* también se referían el parágrafo del artículo 6 de la Ley 32 de 1979 y la resolución 001 de julio 3 de 1981 expedida por la Sala General de la Comisión Nacional de Valores, esta última al señalar los casos en que se requería autorización de la oferta pública por parte de esa entidad.

Posteriormente, a través de la Resolución 003 de 1985, la Sala General de la Comisión Nacional de Valores determinó que ese grupo o sector determinado de personas debía estar conformado por un mínimo de 100 personas, que es justamente el número de personas determinadas a las que se refiere la definición vigente de oferta pública.

Como se ve, el ejercicio de la facultad otorgada al Gobierno para regular la oferta pública llevaría al país a retomar las definiciones de oferta pública que estuvieron vigentes en los albores de la regulación del mercado de

valores, asunto que en cierta forma negaría la posibilidad de que hubiera un enfoque distinto a la evolución y desarrollo que ha tenido la oferta pública a lo largo de los últimos 40 años.

Creación de valores no regulados o innominados

El artículo 2 de la ley contiene un listado de valores, que en su gran mayoría corresponden a los que recurrentemente se ofrecen y negocian en el mercado de valores: a) Las acciones; b) Los bonos; c) Los papeles comerciales; d) Los certificados de depósito de mercancías; e) Cualquier título o derecho resultante de un proceso de titularización; f) Cualquier título representativo de capital de riesgo; g) Los certificados de depósito a término; h) Las aceptaciones bancarias; i) Las cédulas hipotecarias, y j) Cualquier título de deuda pública.

Con todo, debe nuevamente advertirse que en cada uno de los instrumentos del listado se presenta una dicotomía, porque en general tendrán la calidad que les otorga la ley ordinaria que los regula y, eventualmente, si con ellos se pretende realizar o se formula una oferta pública, serán considerados como valores para efectos de la ley.

Ahora bien, es pacífico en la doctrina nacional¹²⁸, incluso admitido por la propia Superintendencia Financiera¹²⁹, que el listado de valores que con-

¹²⁸ Véase en este sentido a Néstor Fagua Guauque, “La Oferta Pública en el Mercado de Valores Colombiano”, *Universidad de los Andes, Revista de Derecho Privado*, No 39, (2008): 15. URL: https://derechoprivado.uniandes.edu.co/index.php?option=com_content&view=article&id=124%3Ala-oferta-publica-en-el-mercado-de-valores-colombiano&catid=11%3A39&Itemid=45&lang=es y LUIS FERNANDO LÓPEZ ROCA, “Los conceptos de valor y mercado público de valores en el derecho colombiano”. *Universidad Externado de Colombia, Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, ISBN: 9789-58-7-72-99-79 (2018).

¹²⁹ En el concepto 2016054365 del 16 de agosto de 2016, la Superintendencia Financiera señaló: “Frente a lo expuesto, esta Superintendencia ha señalado que si bien el listado contenido en el artículo 2° de la Ley 964 de 2005 es enunciativo y no taxativo, para poder reconocer como valores, instrumentos distintos a los señalados en la mencionada disposición y que cumplen con los requisitos señalados en el primer inciso de la mencionada norma, se requiere de la correspondiente reglamentación gubernamental. / En este sentido, el reconocimiento de la calidad de valor a un instrumento negociable determinado que, aun cuando haga parte de una emisión y comporte captación de recursos del público, no se encuentre regulado como tal, requiere de la expedición de la normatividad correspondiente por parte del Gobierno Nacional. De lo contrario, se produciría una gran incertidumbre jurídica sobre los tipos de instrumentos

tiene la ley es de carácter puramente enunciativo. Significa lo anterior que la ley admite que existan valores distintos a los que señala su propio texto.

El propósito del legislador colombiano, al introducir un concepto de valor relativamente amplio, consistió precisamente en alejarse del rigor que supone una regulación exhaustiva de todos y cada uno de los distintos valores que puedan ser objeto de oferta pública, la que tarde o temprano termina estando rezagada de las evoluciones connaturales al mercado y que, sin duda alguna, estará siempre atrás con respecto a la innovación financiera propia de un sector económico que se transforma constantemente.

La exposición de motivos de la ley corrobora lo anterior en los siguientes términos:

Por tanto, cuando se identifiquen los tres elementos señalados (derecho de naturaleza negociable, que haga parte de una emisión y cuyo propósito sea la captación de recursos del público), será necesario el reconocimiento gubernamental del respectivo instrumento como valor, el registro de la emisión y la sujeción a la regulación contenida en el proyecto.

Así mismo, el artículo respectivo contiene una lista amplia de carácter simplemente enunciativo de posibles representaciones de valores que comprenden todos aquellos fenómenos financieros que tienen como efecto la captación de recursos del público.

Este tratamiento del concepto de valor, dentro de la definición del marco de la intervención del Gobierno Nacional, equilibra la necesaria flexibilidad para incluir nuevos instrumentos en su definición con la precisión suficiente para dotar de seguridad jurídica a los participantes del mercado, reiterando una facultad que en la actualidad se encuentra radicada en la Sala General de la Superintendencia de Valores.

Ahora bien, la ley le otorga facultades al Gobierno para “Establecer la regulación aplicable a los valores, incluyendo, **el reconocimiento** de la calidad de valor a cualquier derecho de contenido patrimonial o cualquier instrumento financiero, siempre y cuando reúnan las características previstas en el inciso 1o del artículo 2o de la presente ley [...]”.¹³⁰

que hacen parte del mercado de valores”. Véase en el mismo sentido el concepto 2010007643 - 001 del 19 de marzo de 2010.

¹³⁰ ARTÍCULO 4-b. Ley 964 de 2005, 8 de julio de 2005. Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional

En el transcurso de los 16 años de expedición de la ley, el Gobierno ha hecho uso de esta facultad, en muy pocas oportunidades:

- a. Mediante la expedición del Decreto 1340 de 2008, le reconoció la calidad de valor a instrumentos relacionados con las bolsas de productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities;¹³¹
- b. Mediante Decreto 1242 de 2013 le reconoció la calidad de valores a documentos representativos de derechos de participación en FICs cerrados¹³², fondos de capital privado¹³³ y fondos bursátiles¹³⁴, y
- c. Mediante Decreto 1357 de 2018 le reconoció la calidad de valores a los instrumentos representativos de deuda o de capital emitidos en desarrollo de la actividad de financiación colaborativa.¹³⁵

De forma tal que los valores listados en la ley y los demás que han sido objeto de reconocimiento, por parte del Gobierno, conforman los que podríamos considerar valores regulados. Con respecto a dichos valores es claro que la inscripción en el RNVE y su oferta pública se rigen por las normas propias del mercado de valores.

Cabe preguntarse, entonces, qué ocurre con los instrumentos financieros que, si bien se corresponden con los elementos del concepto de valor con-

para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones. *Diario Oficial No. 45.963 de 08 de julio de 2005.*

¹³¹ Las normas corresponden a los siguientes artículos del Decreto 2555 de 2010: Artículo 5.4.5.2.1. Certificados fiduciarios con subyacente agropecuario, agroindustrial o de otros commodities. Los certificados fiduciarios emitidos con cargo a patrimonios autónomos conformados con productos agropecuarios, agroindustriales u otros commodities de conformidad con lo previsto en el presente decreto, podrán ser negociados por conducto de los intermediarios que actúen en las bolsas de productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities, y tendrán la calidad de valor. / Artículo 5.4.5.2.3. Contratos estandarizados sobre productos agropecuarios, agroindustriales u otros commodities. Los contratos estandarizados sobre productos agropecuarios, agroindustriales u otros commodities que cumplan con lo previsto en el presente decreto, podrán inscribirse en el Registro Nacional de Valores y Emisores –RNVE– con el único propósito de ser inscritos en una bolsa de productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities, en cuyo caso tendrán la calidad de valor. DECRETO 2555 de 2010, 15 de julio de 2010. 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.

¹³² Véase artículo 3.1.1.6.4. del Decreto 2555 de 2010.

¹³³ Ibid. ARTÍCULO 3.3.2.2.7.

¹³⁴ Ibid. ARTÍCULO 3.4.1.1.5.

¹³⁵ Ibid. ARTÍCULO 2.41.5.1.1.

tenido en la ley, no han sido objeto de reconocimiento por parte del Gobierno. En otras palabras, procede preguntarse si la ley permite que los particulares puedan crear valores diferentes a los que se refiere la ley.

La posición reiterada de la Superintendencia Financiera con respecto a tales instrumentos ha sido la de que no tienen la calidad de valor, en atención a que se requiere el reconocimiento previo por parte del Gobierno.

El concepto 2016054365 de la Superintendencia recoge el punto de vista de esa entidad en los siguientes términos:

Frente a lo expuesto, esta Superintendencia ha señalado que si bien el listado contenido en el artículo 2° de la Ley 964 de 2005 es enunciativo y no taxativo, para poder reconocer como valores, instrumentos distintos a los señalados en la mencionada disposición y que cumplen con los requisitos señalados en el primer inciso de la mencionada norma, **se requiere de la correspondiente reglamentación gubernamental.**

En este sentido, el reconocimiento de la calidad de valor a un instrumento negociable determinado que, aun cuando haga parte de una emisión y comporte captación de recursos del público, no se encuentre regulado como tal, requiere de la expedición de la normatividad correspondiente por parte del Gobierno Nacional. De lo contrario, se produciría una gran incertidumbre jurídica sobre los tipos de instrumentos que hacen parte del mercado de valores¹³⁶. (*)

En síntesis, la razón en la que se apoya la Superintendencia Financiera para desconocer la calidad de valor a instrumentos no regulados está referida a una supuesta incertidumbre jurídica sobre la conformación del mercado de valores. Incertidumbre que, en su concepto, vendría a superarse si existe un listado de instrumentos reconocidos como tal.

Esa desafortunada postura de la Superintendencia en realidad desconoce los objetivos y criterios de la intervención en el mercado de valores y las propias facultades de regulación otorgadas al Gobierno, el que por cierto no ha efectuado un pronunciamiento oficial sobre este asunto.

¹³⁶ Ver entre otros Concepto 20056 - 946 del 27 de julio de 2005 Superintendencia Financiera de Colombia.

(*), Con negrillas del autor.

Por una parte, debe traerse nuevamente a colación que uno de los objetivos de la intervención en el mercado de valores es la protección de los inversionistas, por cuanto son los que están poniendo en riesgo sus recursos cuando adquieren o negocian este tipo de instrumentos financieros.

De allí que la ley propenda porque en el mercado de valores existan suficientes y oportunos flujos de información, pues esta constituye una de las herramientas más importantes de protección a los inversionistas, habida cuenta de que les permite tomar decisiones razonadas de inversión.

La información, en efecto, permite conocer las características y derechos que otorgan los valores; todos los pormenores relacionados con el emisor, tanto desde el punto de vista administrativo, financiero y legal como desde cualquier otro que tenga importancia para la toma de decisiones; los riesgos que se asumen con la adquisición del valor, no solo bajo la óptica de la teoría general de los riesgos tradicionales de las inversiones en valores, sino en especial de los que derivan de las condiciones particulares del emisor, del sector económico en el que desarrolla su actividad y de las regulaciones gubernamentales que puedan afectar o limitar el ejercicio de su objeto social, principalmente, y que sin duda tienen repercusiones en el comportamiento de los precios o tasas de negociación.

Justamente, con el propósito de garantizar los flujos de información es que la estructura normativa del mercado de valores establece la obligación de que todo valor que se pretenda ofrecer públicamente se inscriba en el RNVE, que es el canal oficial establecido para suministrar información al mercado, tanto periódica como relevante¹³⁷.

De suerte que, si la Superintendencia Financiera advierte la existencia de un derecho que hace parte de una emisión, es de naturaleza negociable y tiene o ha tenido por objeto la captación de recursos del público, debe

¹³⁷ DECRETO 2555, ARTÍCULO 5.2.4.1.5. Información relevante. Todo emisor de valores deberá divulgar, en forma veraz, clara, suficiente y oportuna al mercado, a través de la Superintendencia Financiera de Colombia, en la forma establecida en este Libro, toda situación relacionada con él o su emisión que habría sido tenida en cuenta por un experto prudente y diligente al comprar, vender o conservar los valores del emisor o al momento de ejercer los derechos políticos inherentes a tales valores. DECRETO 2555 de 2010, 15 de julio de 2010. 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.

considerarlo como valor porque cumple con los elementos establecidos en el artículo 2 de la ley, lo que como consecuencia natural produce que ese derecho deba estar sometido a la regulación del mercado de valores, con independencia de que no cuente con reconocimiento o regulación gubernamental.

La consecuencia no es de poca monta, dado que, precisamente, las normas de intervención obligan al emisor a obtener previamente su inscripción en el RNVE y por esta vía a suministrar información suficiente y oportuna al mercado para que los interesados tomen decisiones adecuadas con respecto a si adquieren o no el respectivo valor.

Abrir el espacio para que derechos no regulados que tienen las características de valores sean ofrecidos abiertamente sin ningún tipo de control gubernamental es propiciar la desprotección de los inversionistas, a quienes por esta vía se les priva de contar con información de calidad para la toma de decisiones.

Desde la perspectiva de protección al inversionista, la forma en la que la Superintendencia debería abordar el asunto consiste en trasladar su enfoque de un asunto regulatorio hacia uno de supervisión. Es decir, no debería negar la calidad de valor a los derechos que realmente la tengan conforme a la ley, sino realizar esfuerzos de supervisión para evitar que exista captación de recursos del público a través de valores que no se han sometido a las normas de inscripción en el RNVE y autorización de la oferta pública, adoptando las medidas necesarias para regularizar los procesos que no han cumplido las normas, sin perjuicio de que adopte las medidas cautelares y sancionatorias que correspondan¹³⁸.

La oportunidad de estas medidas de supervisión se torna crucial, con el fin de detectar tempranamente a los infractores, de forma que no logre consumarse perjuicio alguno en contra de los inversionistas por falta de información, principalmente.

Por otra parte, debe ponerse de presente que la postura estatal en esta materia cambia el sentido de la facultad otorgada al Gobierno, pues esta se circunscribe al reconocimiento de la calidad de valor conforme a lo dispuesto

¹³⁸ Véanse artículos 108 y 326-5-b del EOSF.

en el artículo 2 de la ley, lo que presupone la realización de un examen para determinar si el respectivo instrumento cumple con los elementos establecidos en la ley. Si los cumple, debe reconocerse como valor. Por el contrario, si el derecho no cumple con los presupuestos legales establecidos, no puede obtener ese reconocimiento.

En estricto sentido, entonces, la facultad otorgada en la ley al Gobierno tiene carácter declarativo y no constitutivo, es decir, no le permite crear nuevos valores según su propio criterio, sino reconocer los existentes conforme a la ley.

Así las cosas, la forma en que se interpreta la facultad gubernamental en esta materia por parte de las autoridades modifica sin razón ni fundamento legal su alcance, pues pasa de ser un acto declarativo para convertirse en uno de carácter constitutivo, en tanto que sin éste, el valor no existe.

Como consecuencia de la interpretación estatal también se cambia la estructura de la propia ley, pues termina convirtiendo el listado enunciativo de valores en uno taxativo conformado únicamente por los valores que han sido listados en la ley y los reconocidos por el Gobierno.

Con este criterio habría sido completamente innecesario incluir un concepto amplio y comprensivo de valor en la ley, pues habría bastado el listado de valores y el otorgamiento de facultades al Gobierno para que lo adicionara.

Refiriéndose a las competencias del Gobierno con base en las leyes marco, como lo es la Ley 964 de 2005, López Roca (2011), señala con razón que

Jamás puede deducirse que las regulaciones hechas por el Congreso en la ley marco queden supeditadas al ejercicio de las facultades de intervención por parte del Gobierno. Esto sería tanto como decir que sin el reglamento la ley no produce efectos jurídicos. Por ello no es cierto que la facultad dada al Ejecutivo para regular los valores, que sin duda existe, suponga que sólo son valores los creados o reconocidos por el Ejecutivo en desarrollo de esa facultad, y que, mientras ello no suceda, la definición de valor contenida en la ley queda, por así decirlo, en suspenso.¹³⁹

¹³⁹ LÓPEZ ROCA, Luis Fernando, “El concepto de valor de la Ley 964 de 2005 frente a la noción de Mercado Público de Valores, en Cinco años de la Ley 964 de 2005: ¿Se están cumpliendo sus

En este análisis no se puede perder de vista que uno de los criterios de intervención establecidos en la ley es que debe primar el sentido económico y financiero sobre la forma al momento de *determinar* si un instrumento tiene la calidad de valor¹⁴⁰.

Por tanto, resulta contrario a ese criterio que las autoridades dejen en segundo plano el sentido económico y financiero de un derecho para darle relevancia a un criterio puramente formalista, que en este caso está representado por la expedición de un decreto que reconozca que el derecho es un valor.

Como se observa, son varias las razones que demuestran que el punto de vista de las autoridades del mercado en esta materia desconoce los principios y criterios de intervención establecidos en la ley, a los cuales sacrifica por una preocupación puramente práctica del supervisor estatal, que por lo demás no tiene asidero en ninguna norma del mercado de valores.

Las consecuencias ciertamente afectan a los inversionistas desde varios puntos de vista, especialmente, en lo que se refiere a la insuficiencia de información para tomar decisiones.

En conclusión, y si bien es usual en la doctrina plantearse la pregunta de si los particulares pueden o no crear valores no regulados, se considera que la cuestión debería tener un enfoque distinto y centrarse en determinar si los particulares están facultados para crear derechos negociables con el propósito de captar y aprovechar el ahorro del público.

Así pues, la autonomía de la voluntad privada les otorga esa facultad a los particulares, quienes pueden libremente crear este tipo de derechos con las únicas restricciones que tiene la conducta de captación masiva y habitual de dineros. El aspecto de trascendencia para el mercado de valores radica en que las autoridades determinen que esos derechos son valores y que por tanto deben someterse a las reglas de inscripción en el RNVE y de autorización de oferta pública.

objetivos?”, *Universidad Externado de Colombia, Observatorio Financiero y Bursátil*, ISBN: 978-958-710-709-8 (2011): 174.

¹⁴⁰ ARTÍCULO 1-b-6 de la Ley.

Efectos de que un derecho que cumple las condiciones del artículo 2 de la ley no sea considerado valor

Además de los mencionados en precedencia, existen otros efectos derivados de esta situación, todos los cuales evidencian una desprotección hacia los inversionistas y demeritan la transparencia y seguridad que debe existir en el mercado de valores.

El derecho puede ser ofrecido públicamente sin autorización de la Superintendencia Financiera

Como se explicó previamente en este documento, las reglas del mercado son claras en señalar que ningún valor puede ser objeto de oferta pública sin autorización de la Superintendencia Financiera. Por el contrario, un derecho que no sea valor puede ser ofrecido públicamente sin autorización de dicha entidad estatal, dado que la operación se rige por el derecho común.

La consecuencia desafortunada de la postura de las autoridades permite que en Colombia puedan ofrecerse derechos con el propósito de captar y aprovechar el ahorro del público, sin que el emisor de esos derechos deba someterse a las reglas establecidas para la autorización de oferta pública de valores.

De esta forma, los derechos pueden ser ofrecidos por medios de comunicación, campañas publicitarias, avisos públicos, vallas, redes sociales y periódicos sin ningún tipo de control estatal e incluso negociados libremente sin restricciones.

La Superintendencia en estos casos no puede ejercer ninguna de sus funciones ni preventivas ni sancionatorias, pues sus competencias están circunscritas a la supervisión del mercado de valores y toda operación que no involucre este tipo de instrumentos rebasa su competencia.

El contrasentido estatal en este caso es notorio, pues al negar la existencia de un valor también y como consecuencia, se declara carente de facultades de supervisión sobre el derecho, su creador, las personas que lo ofrezcan o comercialicen y las distintas operaciones que se realicen con respecto al mismo.

Salvo que el ofrecimiento del derecho traiga como consecuencia la incurción en la conducta de captación masiva y habitual de dineros, ya explicada previamente, el emisor del derecho no incurre en ninguna ilegalidad, asunto que ciertamente es preocupante y demuestra que las consecuencias no han sido cabalmente dimensionadas ni por el Gobierno ni por la Superintendencia Financiera.

En algunos conceptos la Superintendencia ha señalado que si un derecho no ha sido reconocido como valor por el Gobierno tampoco puede ser objeto de oferta pública¹⁴¹; sin embargo, en esos conceptos se echa de menos el fundamento legal de tal afirmación, la que únicamente podría entenderse, siguiendo la línea de pensamiento de esa entidad estatal, como que el respectivo derecho no puede presentarse ante la Superintendencia para que surta el trámite de inscripción en el RNVE y autorización de oferta pública, mas no como una limitación para que el derecho sea ofrecido al público a través de cualquier medio de comunicación, página web, fuerza de ventas y similares.

En efecto, la Superintendencia Financiera carece de competencia para limitar o prohibir el ofrecimiento público de derechos que no tienen la calidad de valor, por lo que el interesado podría ofrecer y comercializar esos derechos sin incurrir en una ilegalidad con respecto al ámbito de supervisión del mercado de valores, en la medida en que no estaría realizando una actividad exclusiva de las entidades supervisadas por dicha entidad estatal.

Si la Superintendencia determinara que un derecho es un valor, acudiendo a su evaluación conforme a los elementos establecidos en el artículo 2 de la ley, podría adoptar medidas administrativas para proteger a los inversionistas y, de ser el caso, imponer las sanciones a quien haya efectuado la oferta pública sin haber surtido los trámites respectivos ante esa autoridad,

¹⁴¹ Por ejemplo, en Concepto 2016054365 del 16 de agosto de 2016, señaló: Al no ser considerados como valores los denominados CDO's, no pueden ser objeto de una oferta pública de valores entendida esta como aquella que se dirija a personas no determinadas o a cien o más personas determinadas, con el fin de suscribir, enajenar o adquirir documentos emitidos en serie o en masa, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías. Sobre ellos tampoco sería posible ejecutar o realizar actividades propias del mercado de valores, como lo son la emisión de valores y su intermediación. Superintendencia Financiera de Colombia. Concepto No 2016054365, 16 de agosto de 2016.

y ello sin perjuicio de la ineficacia establecida en el artículo 10 de la Ley 32 de 1979.

Se considera que, en esos casos, la Superintendencia no estaría excediendo sus competencias ni yendo en contra de ninguna norma vigente, pues en parte alguna ni la ley ni el Decreto 2555 de 2010 establecen que únicamente serán valores los que hayan sido reconocidos por el Gobierno. Al contrario, la Superintendencia estaría obrando conforme a los objetivos y criterios de intervención establecidos en la ley, esto es dando prelación al sentido económico y financiero sobre la forma, protegiendo los derechos de los inversionistas y garantizando la transparencia y la seguridad del mercado de valores.

Poca y deficiente información a la disposición de los inversionistas

La función del RNVE es precisamente la de brindar información al público en general sobre las emisiones y los emisores de valores. Como se señaló anteriormente, esta información debe suministrarse con el cumplimiento de ciertos requisitos para obtener la inscripción y, luego de obtenida, debe actualizarse de forma periódica.

Así mismo, todo emisor está en la obligación de informar inmediatamente al RNVE la información relevante, que es toda aquella que puede afectar el precio del valor o la toma de decisiones de los inversionistas con respecto a si enajenan, adquieren más cantidad o mantienen los valores dentro de su portafolio de inversiones. La información relevante es la que afecta en el corto plazo el comportamiento del precio de los valores y puede tener cualquier naturaleza, es decir, administrativa, financiera, corporativa, jurídica, laboral, entre otras.

Sin temor a equivocación se debe mencionar que en la legislación financiera no existen estándares y obligaciones de información al público que sean comparables con los del mercado de valores a través del RNVE, en cuanto estos son los más exigentes.

Por tanto, el ofrecimiento de derechos que no requieran su inscripción en dicho registro tendrá a disposición del público menos información y de menor calidad de la que obtendría a través del RNVE. Esto resulta cierto

incluso tratándose de esquemas de ofrecimiento de derechos en los que exista participación de alguna entidad vigilada por la Superintendencia Financiera, como ocurre con las sociedades fiduciarias.

En efecto, la existencia de esquemas fiduciarios, a partir de los cuales se realiza el ofrecimiento de derechos fiduciarios que de manera abierta buscan captar ahorro del público como alternativas de inversión, sobre los que se volverá más adelante, si bien tienen algunas reglas de información, no llegan a ser tan exigentes como las del RNVE ni existen con respecto a esos esquemas, obligaciones de publicar al mercado información relevante una vez se tenga conocimiento de su ocurrencia, como sí ocurre con los valores.

El papel de las fiduciarias, en estos casos, está enfocado primordialmente en garantizar que los dineros recaudados se utilicen conforme a lo pactado en el contrato de fiducia, mas no en garantizar la oportunidad y condiciones en las que la información sobre los proyectos debe ser oportunamente entregada a los inversionistas y al público, en general.

Lo que la evidencia empírica demuestra es que en este tipo de esquemas el ofrecimiento de derechos fiduciarios se basa primordialmente en publicidad sobre las ventajas financieras y de rentabilidad de la inversión, las que se relievan, dejando muy tangencialmente la advertencia de los riesgos, si es que alguna advertencia se hace de estos.

Falta de asesoría a clientes inversionistas

Al tratarse de valores, los intermediarios que obren en desarrollo de contratos de comisión para la compra y venta de valores, administración de valores y contratos de administración de portafolios de terceros, como también cuando realicen el contrato de corretaje sobre valores, están en la obligación de cumplir determinados deberes con sus clientes.

Dentro de estos deberes se encuentra el de asesoría a los clientes inversionistas, en virtud del cual debe establecerse un perfil de riesgo del cliente y con base en este brindar información adecuada y suficiente para que el inversionista pueda tomar una decisión razonada de inversión.

Si el tipo de inversión no está acorde con el perfil de riesgo, el asesor debe advertirle expresamente esta circunstancia al cliente, para que escoja otra

alternativa o exonere de toda responsabilidad al asesor si insiste en adquirirla, a pesar de las advertencias.¹⁴²

Por el contrario, con respecto a otros derechos diferentes a valores no existe obligación de asesoría, dado que los intermediarios del mercado de valores no pueden tener participación de ningún tipo en esas operaciones y no existe otro tipo de entidades que estén autorizadas para realizarla.

En los esquemas fiduciarios en que tiene participación una sociedad vigilada por la Superintendencia Financiera, el deber de asesoría tiene un alcance muy diferente al que tiene que ver con la toma de decisiones de inversión¹⁴³.

De esta manera, a la falta de información suficiente y de calidad sobre el derecho ofrecido se suma la falta de asesoría por parte de intermediarios profesionales e independientes, lo que profundiza aún más la asimetría de información que tienen los clientes inversionistas con respecto al emisor.

La poca información que reciben en estos casos los inversionistas proviene del promotor de los proyectos de inversión o de comercializadores que tienen como incentivo la obtención de comisiones por parte del emisor y que,

¹⁴² Véase el artículo 7.3.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010 (texto vigente antes de la modificación introducida por el Decreto 661 de 2018, que no entró a regir).

¹⁴³ Para comenzar, el deber de asesoría únicamente debe cumplirse por parte de la fiduciaria cuando esté pactado expresamente en el contrato, salvo que se trate de fiducia de inversión. En la Parte 2 Título II Capítulo I de la CBJ, se establece lo siguiente: 2.2.1.2.2.

Deber de asesoría. Este es un deber que no debe confundirse con el de la información previsto en el subnumeral anterior y, salvo que el contrato sea de inversión, solamente es obligatorio en la medida en que haya una obligación expresa pactada en el contrato. En virtud de este deber, el fiduciario debe dar consejos u opiniones para que los clientes tengan conocimiento de los factores a favor y en contra del negocio y así puedan expresar su consentimiento con suficientes elementos de juicio, para lo cual resulta necesario considerar la naturaleza y condiciones propias de cada negocio y de los intervinientes en ellos. Este deber implica necesariamente un juicio de valoración que involucra una opinión fundamentada e inclusive una recomendación para el cliente. / La asesoría a que se refiere el presente numeral tiene el alcance previsto en el mismo y en ningún caso puede ser interpretada conforme a las normas relativas al deber de asesoría establecido en el art. 7.3.1.1.3. del Decreto 2555 de 2010 o a la actividad de asesoría tal y como ha sido dispuesta en el citado Decreto.

SUPERINTENDENCIA FINANCIERA. CBJ. Parte II “Mercado Intermediado”. Título II “Instrucciones Generales Relativas a las Operaciones de las Sociedades de Servicios Financieros”. Capítulo I: “Disposiciones Especiales Aplicables a los Negocios Fiduciarios”.

por tanto, están incurso en conflictos de interés que les impide entregar información objetiva e imparcial sobre los riesgos de las inversiones.

El caso de los derechos fiduciarios ofrecidos públicamente

El ofrecimiento público de derechos fiduciarios en Colombia es el caso más notorio de valores no regulados a través de los cuales se capta y aprovecha el ahorro del público sin someterse a las reglas del mercado de valores.

– Inicialmente, debe ponerse de presente que los derechos fiduciarios ofrecidos públicamente se ajustan a los elementos del concepto de valor que han sido explicados en extenso en este ensayo.

En efecto, se trata de derechos negociables, en tanto una vez adquiridos son susceptibles de negociación, es decir, objeto de compras, ventas u otro tipo de contratos de disposición sobre los derechos que otorgan. La forma en la que se negocian normalmente es la cesión que, por regulación de la propia Superintendencia Financiera, no puede tener limitaciones o restricciones, lo que se traduce en que los inversionistas pueden vender libremente su participación a terceros en el momento en que lo consideren necesario.¹⁴⁴

Los derechos fiduciarios hacen parte de una emisión, en cuanto son creados en un acto único, que puede ser el contrato de fiducia o en actos sucesivos posteriores a la celebración del contrato. Normalmente, con cargo a un mismo contrato de fiducia se emite una sola clase de derechos fiduciarios, todos los cuales otorgan los mismos derechos a sus tenedores. El número de derechos fiduciarios depende usualmente de cada proyecto, pero dado el valor en que se ofrecen en comparación con los valores totales de los proyectos, se evidencia fácilmente que se trata de derechos de creación masiva.

Estos derechos tienen por objeto la captación de recursos del público, en la medida en la que se ofrecen públicamente a través de páginas web, avisos publicitarios y campañas a través de fuerza de ventas. La forma en que se

¹⁴⁴ Véase el numeral 5.5.2.11 de la CBJ Parte II, Título II, Capítulo I.

comercializan corresponde precisamente a la definición de oferta pública, según se explicó en precedencia.

En resumen, estos derechos fiduciarios son derechos negociables, que hacen parte de una emisión y tienen por objeto o efecto la captación de recursos del público, por lo que cumplen con todos los elementos del concepto de valor establecido en el artículo 2 de la ley.

– Los derechos que otorgan los derechos fiduciarios son de participación, en cuanto se ofrece una cuota parte o un porcentaje de participación en un fideicomiso que tiene por objeto el desarrollo de un proyecto que usualmente es inmobiliario (hoteles, oficinas, centros comerciales, etcétera), donde la expectativa es obtener una rentabilidad derivada de la valorización de los inmuebles, ingresos mensuales generados por arrendamientos y beneficios tales como alojamiento gratuito por algunos días o descuentos por el uso de las instalaciones.

– Una búsqueda básica en internet evidencia que en Colombia existen varias empresas dedicadas a ofrecer y comercializar derechos fiduciarios. En las respectivas páginas web se muestran diversos proyectos en los que podría el interesado invertir adquiriendo uno o más derechos fiduciarios.

En cada proyecto normalmente se indica el valor del derecho fiduciario, una expectativa de rentabilidad proyectada durante varios años, un estimado de los ingresos mensuales que recibiría el titular del derecho fiduciario y una descripción breve del proyecto.

La búsqueda realizada permitió establecer que los derechos fiduciarios se ofrecen como inversiones seguras, rentables, fácilmente negociables y con ventajas con respecto a la adquisición directa de inmuebles, con el argumento de que le evitan al inversionista la firma de escrituras públicas, pago de impuesto predial, pago de servicios públicos, administraciones y pólizas, entre otros aspectos que tiene la finca raíz tradicional.

En ninguna de las páginas consultadas existe revelación de los riesgos derivados de la inversión o del proyecto. Usualmente se menciona la existencia de una sociedad fiduciaria que respalda el adecuado desarrollo del proyecto, pero en las páginas web de las fiduciarias participantes no existe información de ninguno de los proyectos en que participan.

Es decir, la información a disposición de los inversionistas es escasa e incompleta y, sobre todo, enfocada en lograr la venta de los derechos fiduciarios a través del uso de calificativos que resaltan las ventajas de los proyectos y de sus operadores, pero nunca revelando los riesgos que existen detrás de la operación, venta o comercialización de los proyectos inmobiliarios.

– Además de que la Superintendencia Financiera se ha negado a determinar que los derechos fiduciarios ofrecidos públicamente se ajustan a los elementos establecidos en el artículo 2 de la ley y que por tanto son valores, ha expedido una regulación integral sobre este tipo de derechos, la cual está contenida en la Circular Básica Jurídica (CBJ)¹⁴⁵, de forma que a ella pueden acogerse los interesados sin tener que sujetarse a la regulación del mercado de valores.

En efecto, en la Parte II Título II Capítulo I de la CBJ se incluyó todo un acápite denominado “Negocios fiduciarios a través de los cuales se comercializan participaciones fiduciarias”¹⁴⁶, donde se señalan los requisitos de los contratos, las obligaciones de la fiduciaria, las rendiciones de cuentas y otros aspectos.

La descripción de este tipo de negocios evidencia la existencia de los elementos establecidos en el artículo 2 de la ley, dado que

Son aquellos negocios en virtud de los cuales una persona natural o jurídica, mediante la transferencia de la propiedad a una sociedad fiduciaria, de uno o más bienes determinados, **prevé la comercialización de participaciones fiduciarias en un fideicomiso, las cuales otorgan a los inversionistas el derecho a participar de los resultados económicos derivados del cumplimiento de una finalidad específica**, sin que implique la propiedad del bien objeto el proyecto y, sin perjuicio, del ofrecimiento de beneficios adicionales.

Y agrega, aunque circunscrito a los efectos del artículo 146 numeral 4 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (EOSF), es decir, la aprobación de los modelos de contrato que usará la fiduciaria, que “se entenderá que todos aquellos negocios fiduciarios a través de los cuales se comercialicen

¹⁴⁵ Circular Externa 029 de 2014 de la Superintendencia Financiera.

¹⁴⁶ Véase el numeral 5.

participaciones fiduciarias **mediante oferta o promoción al público en general, o mediante oferta o promoción a 20 o más personas determinadas, serán para la prestación masiva del servicio.**" (*)

De suerte que no existe ninguna duda de que este tipo de esquemas fiduciarios están establecidos para que el fideicomitente pueda captar recursos del público y llevar a cabo la “estructuración, desarrollo del proyecto y operación de la actividad vinculada a la finalidad del negocio fiduciario.”

Con esta normativa de la CBJ se hace aún más evidente el sacrificio del sentido financiero y económico sobre la forma, es decir, el desconocimiento directo de uno de los criterios de intervención establecidos por el artículo 1 de la ley, por cuanto es la propia autoridad de supervisión la que otorga al mercado una dispensa para que el interesado en captar recursos del público a través de derechos fiduciarios, en lugar de acudir a los esquemas propios de la oferta pública de valores, como debería ser, tenga a su disposición un esquema alternativo que produce los mismos resultados, pero que le exonera de someterse a las exigencias de información establecidas por el RNVE.

De hecho, muchos de estos negocios fiduciarios podrían ser adelantados a través de titularizaciones de inmuebles o de proyectos inmobiliarios, lo cual sería una enorme ventaja para los inversionistas, dado que los valores emitidos en desarrollo de proyectos de titularización deben ser inscritos en el RNVE y obtener autorización previa de la Superintendencia Financiera para realizar la oferta pública.

No obstante, el incentivo regulatorio de la Superintendencia Financiera, yendo en contra de lo que sería ideal en materia de transparencia y protección de los inversionistas, ha demeritado en buena medida la titularización inmobiliaria y de proyectos inmobiliarios, dando lugar al crecimiento de un modelo de negocio menos riguroso en materia de información, que precisamente está representado por los negocios fiduciarios a través de los cuales se comercializan abiertamente al público las participaciones fiduciarias.

(*) Con negrillas del autor.

Lo anterior lo evidencia el propio RNVE, donde las titularizaciones inmobiliarias y de proyectos inmobiliarios son prácticamente inexistentes. Este hecho contrasta con la importante cantidad de derechos fiduciarios ofrecidos sobre una amplia variedad de proyectos a través de páginas web y de otros medios de divulgación.

Ahora bien, estos esquemas de negocios fiduciarios no tienen establecidas reglas conforme a las cuales deba suministrarse información al público, aunque señalan un contenido mínimo en los contratos y unas obligaciones a cargo de la fiduciaria en punto a la rendición de cuentas¹⁴⁷.

No obstante, no existe la obligación de elaborar un prospecto o documento equivalente que contenga toda la información sobre el proyecto y los derechos fiduciarios que son objeto de comercialización, como tampoco obligaciones claramente determinadas en cuanto al modo y la forma de actualizar la información de forma periódica o en el momento en que ocurra información relevante, ni están establecidos los medios a través de los cuales deba ponerse a disposición del público esa información para que sea fácilmente accesible.

El único medio previsto para el suministro de información es la rendición de cuentas, dirigida únicamente a los fideicomitentes, la cual luce insuficiente porque no está a disposición de los potenciales inversionistas a quienes se ofrecen los derechos fiduciarios, además de tener una periodicidad de *mínimo* seis meses, que es un período demasiado largo dada la importancia de la información para la toma de decisiones.

Conclusiones

Con base en el estudio realizado, se considera que el concepto de valor introducido en la ley tiene el propósito de incluir tanto los valores tradicionales como otros que vayan surgiendo como producto de la innovación y evolución connatural al mercado de valores. Estos nuevos valores, que podrían denominarse valores no regulados, no requieren para tener esa calidad de un reconocimiento previo por parte del Gobierno.

¹⁴⁷ Ibidem numeral 5.

La Superintendencia Financiera, como entidad de supervisión del mercado de valores, debería evitar que se puedan ofrecer públicamente derechos que cumplen las condiciones para ser valores, sin que se cumplan las normas de inscripción en el RNVE y de autorización de oferta pública de valores.

A falta de normas especiales que regulen determinados instrumentos que sean realmente valores conforme a la ley, las normas con base en las cuales se debe realizar la inscripción en el RNVE y autorizar la oferta pública son las de carácter general contenidas actualmente en el Decreto 2555 de 2010.

Si la Superintendencia Financiera y el Gobierno insisten en mantener su postura, según la cual se requiere la expedición de un decreto para que un derecho pueda tener la calidad de valor conforme a la ley, se continuará poniendo en riesgo el ahorro de los inversionistas que adquieren estos derechos sin contar con información suficiente y adecuada. Por lo demás, la postura estatal en la materia desconoce los objetivos y criterios de intervención en el mercado de valores establecidos en el artículo 1 de la ley.

Se estima necesario que la regulación colombiana se revise y modifique para que los elementos del concepto de valor tengan una definición legal, de forma que sean consistentes en toda la normativa aplicable. Entre otros aspectos, sería importante que la dicotomía entre valor y oferta pública sea aclarada, así como la que existe entre valor y documento emitido en serie o en masa.

Bibliografía

ARIZA, Leonel. Debate de altura. En: *Revista Semana: Inversiones*, 1 de febrero de 2012. Acceso el 3 de mayo de 2021. Disponible en: <https://www.semana.com/negocios/articulo/debate-altura/143769/>

AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES COLOMBIA (AMV). “El descubrimiento de precios en el mercado de valores”. *Documento de Investigación AMV*. DI04, (2010). Disponible en: <https://www.amvcolombia.org.co/normativa-y-buenas-practicas/buenas-practicas/#documentos-investigacion>

BERTRÁN, Luis Carlos, *Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción de venta de valores negociables: 4. La introducción de un nuevo concepto: los instrumentos financieros*. Madrid: Editorial CIVITAS. 1998.

- BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA (BVC) “Manual básico de operación del nuevo Modelo de acciones”. Disponible en: http://www.bvc.com.co/cursos/administracion/editor/homeFiles/Manual_Basico_de_Operacion_del_Nuevo_Modelo_de_Acciones.pdf
- CIFUENTES MUÑOZ, Eduardo, *El concepto de Valor: Reflexiones críticas a la luz del derecho comparado y del derecho colombiano*. Bogotá: Universidad de los Andes Facultad de Derecho, 1985.
- Conjunto, conjunta*. En: *REAL ACADEMIA ESPAÑOLA. DICCIONARIO*. (Con acceso el día 20 de mayo de 2021). Disponible en: <https://dle.rae.es/conjunto>
- CÓDIGO CIVIL DE LOS ESTADOS UNIDOS DE COLOMBIA. Ley 84 de 1873, 26 de mayo de 1873. *Diario Oficial No. 2.867 de 31 de mayo de 1873*.
- COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 46 de 1923, 19 de julio de 1923. Sobre instrumentos negociables.
- COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 32 de 1979, 17 de mayo de 1979. Por la cual se crea la Comisión Nacional de Valores y se dictan otras disposiciones.
- COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 27 de 1990, 20 de febrero de 1990. Por la cual se dictan normas en relación con las bolsas de valores, el mercado público de valores, los depósitos centralizados de valores y las acciones con dividendo preferencial y sin derecho de voto. *Diario Oficial N: 39.195 de 20 de febrero de 1990/*.
- COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 35 de 1993, 5 de enero de 1993. Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades financiera, bursátil y aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público y se dictan otras disposiciones en materia financiera y aseguradora. *Diario Oficial No. 40.710, de 5 de enero de 1993*.
- COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 222 de 1995, 20 de diciembre de 1995. Por la cual se modifica el Libro II del Código de Comercio, se expide un nuevo régimen de procesos concursales y se dictan otras disposiciones. *Diario Oficial No. 42.156, de 20 de diciembre de 1995*.
- COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 510 de 1999, 3 de agosto de 1993. Por la cual se dictan disposiciones en relación con el

sistema financiero y asegurador, el mercado público de valores, las Superintendencias Bancaria y de Valores y se conceden unas facultades. *Diario Oficial No 43.654 de 4 de agosto de 1999.*

COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 546 de 1999, 23 de diciembre de 1999. Por la cual se dictan normas en materia de vivienda, se señalan los objetivos y criterios generales a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular un sistema especializado para su financiación, se crean instrumentos de ahorro destinado a dicha financiación, se dictan medidas relacionadas con los impuestos y otros costos vinculados a la construcción y negociación de vivienda y se expiden otras disposiciones. *Diario Oficial No. 43.827 de 23 de diciembre de 1999.*

COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 599 de 2000, 24 de julio de 2000. Por la cual se expide el Código Penal. *Diario Oficial No. 44.097 de 24 de julio de 2000.*

COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 795 de 2003, 14 de enero de 2003. Por la cual se ajustan algunas normas del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y se dictan otras disposiciones. *Diario Oficial No. 45.064 de 15 de enero de 2003.*

COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 964 de 2005, 8 de julio de 2005. Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones. *Diario Oficial No. 45.963 de 08 de julio de 2005.*

COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 1328 de 2009, 15 de julio de 2009. Por la cual se dictan normas en materia financiera, de seguros, del mercado de valores y otras disposiciones. *Diario Oficial No. 47.411 de 15 de julio de 2009.*

COLOMBIA. ESTATUTO ORGÁNICO DEL SISTEMA FINANCIERO (EOSF). Artículo 133, numeral 2-a.

COLOMBIA. MINISTERIOS. Decreto 2920 de 1982, 8 de octubre de 1982. Por el cual se dictan normas para asegurar la confianza del público en el sector financiero colombiano.

COLOMBIA. MINISTERIO DE COMERCIO, INDUSTRIA Y TURISMO. Decreto 1074 de 2015, 26 de mayo de 2015. Por medio del cual se expide el Decreto Único Reglamentario del Sector Comercio, Industria y Turismo.

- COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. SALA GENERAL DE LA SUPERINTENDENCIA DE VALORES. Resolución 400 de 1995.
- COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. SUPERINTENDENCIA DE VALORES. Resolución 1200 de 1995.
- COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA Circular Externa 029, 6 DE OCTUBRE de 2014.
- COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. Decreto 410 de 1971, 27 de marzo de 1971. Por el cual se expide el Código de Comercio. *Diario Oficial No. 33.339 del 16 de junio de 1971.*
- COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. Decreto 4327 de 2005, 25 de noviembre de 2005. Por el cual se fusiona la Superintendencia Bancaria de Colombia en la Superintendencia de Valores y se modifica su estructura.
- COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. Decreto 2175 de 2007, 12 de junio de 2007. Por el cual se regula la administración y gestión de las carteras colectivas.
- COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. Decreto 2555 de 2010, 15 de julio de 2010. 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.
- COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. Decreto 1242 de 2013, 14 de junio de 2013. Por el cual se sustituye la Parte 3 del Decreto número 2555 de 2010 en lo relacionado con la administración y gestión de los Fondos de Inversión Colectiva.
- COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. Decreto 1068 de 2015, 26 de mayo de 2015. Por medio del cual se expide el Decreto Único Reglamentario del Sector Hacienda y Crédito Público.
- COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. Decreto 661 de 2018, 17 de abril de 2018. Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con la actividad de asesoría y se dictan otras disposiciones.
- COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. Decreto 1357 de 2018, 31 de julio de 2018. Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con la actividad de financiación colaborativa.

COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. Decreto Ley 663 DE 1993, 2 de abril de 1993. ESTATUTO ORGÁNICO DEL SISTEMA FINANCIERO. Por medio del cual se actualiza el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y se modifica su titulación y numeración. *Diario Oficial No. 40.820, del 5 de abril de 1993.*

COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. SALA GENERAL DE LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES. Resolución 001 de julio 3 de 1981.

COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. SALA GENERAL DE LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES. Resolución 003 de abril 29 de 1985.

CORTE CONSTITUCIONAL DE COLOMBIA. C-133 de 1993. Magistrado Ponente: Dr. NARANJO MESA, Vladimiro.

CORTE CONSTITUCIONAL DE COLOMBIA. C-133 de 1993. Magistrado Ponente: Dr. NARANJO MESA, Vladimiro.

CORTE CONSTITUCIONAL DE COLOMBIA. C-054 de 1998. Magistrado Ponente: Dr. MORÓN DIAZ, Fabio.

CORTE CONSTITUCIONAL DE COLOMBIA. C-57 de 1994. Magistrado Ponente: Dr. MORÓN DIAZ, Fabio.

CORTE CONSTITUCIONAL DE COLOMBIA. C-582 de 1996. Magistrado Ponente: Dr. CIFUENTES MUÑOZ, Eduardo.

CORTE CONSTITUCIONAL DE COLOMBIA. C-054 de 1998. Magistrado Ponente: Dr. MORÓN DIAZ, Fabio.

CORTE CONSTITUCIONAL DE COLOMBIA. C-955 de 2000. Magistrado Ponente: Dr. HERNÁNDEZ GALINDO, José Gregorio.

CORTE CONSTITUCIONAL DE COLOMBIA. C-1266 de 2000. Magistrado Ponente: Dra. SÁCHICA MÉNDEZ, Martha Victoria.

CORTE CONSTITUCIONAL DE COLOMBIA. C-1161 de 2000. Magistrado Ponente: Dr. MARTÍNEZ CABALLERO, Alejandro.

CORTE CONSTITUCIONAL DE COLOMBIA. C-579 de 2001. Magistrado Ponente: Dr. MONTEALEGRE LYNETT, Eduardo.

CORTE CONSTITUCIONAL DE COLOMBIA. C-1107 de 2001. Magistrado Ponente: ARAUJO RENTERÍA, Jaime.

- CORTE CONSTITUCIONAL DE COLOMBIA. C-940 de 2003. Magistrado Ponente: Dr. MONROY CABRA, Marco Gerardo.
- CORTE CONSTITUCIONAL DE COLOMBIA. C-1062 de 2003. Magistrado Ponente: Dr. MONROY CABRA, Marco Gerardo.
- CORTE CONSTITUCIONAL DE COLOMBIA. C-692 de 2007. Magistrado Ponente: Dr. ESCOBAR GIL, Rodrigo.
- CORTE CONSTITUCIONAL DE COLOMBIA. C-823 de 2011. Magistrado Ponente: Dra. CALLE CORREA, María Victoria.
- CORTE CONSTITUCIONAL DE COLOMBIA. C-026 de 2020. Magistrado Ponente: Dr. LINARES CANTILLO, Alejandro.
- CORTE CONSTITUCIONAL DE COLOMBIA. 20 de julio de 1991. *Gaceta Constitucional No. 116 de 20 de julio de 1991.*
- COSTA Jr., Geraldo, TRUJILLO-BARRERA, Andrés and PENNING, Joost. Contratación and Liquidity Costs in Emerging Commodity Exchanges. *Journal of Agricultural and Resource Economics*, 43(3):441–456 (2018). Disponible en: <http://content.ebscohost.com/ContentServer.asp?T=P&P=AN&K=EP131955285&S=R&D=eoh&EbscoContent=dGJyMNLr40Seqa44zdnyOLCmr1Cep7FSr624TbGWxWXS&ContentCustomer=dGJyMPGstE%2Buq7dRuePfgeyx43zx>
- Emisión*, En: *REAL ACADEMIA ESPAÑOLA. DICCIONARIO*. (Con acceso el día 20 de mayo de 2021). Disponible en: <https://dle.rae.es/emision?m=form>
- ESPAÑA. Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables.
- FAGUA GUAUQUE, Néstor. “La Oferta Pública en el Mercado de Valores Colombiano”. *Universidad de los Andes. En: Revista de Derecho Privado*, No. 39, (2008). Disponible en: https://derechoprivado.uniandes.edu.co/index.php?option=com_content&view=article&id=124%3AAla-oferta-publica-en-el-mercado-de-valores-colombiano&catid=11%3A39&Itemid=45&lang=es
- LÓPEZ ROCA, Luis Fernando, “El concepto de valor de la Ley 964 de 2005 frente a la noción de Mercado Público de Valores, en Cinco años de la Ley 964 de 2005: ¿se están cumpliendo sus objetivos?”. *Universidad Externado de Colombia*, ISBN: 978-958-710-709-8 (2011).
- LÓPEZ ROCA, Luis Fernando, “Los conceptos de valor y mercado público de valores en el derecho colombiano”. *Universidad Externado de Colombia*

- Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, ISBN: 9789-58-7-72-99-79 (2018).
- MANKIW, Gregory. “*Principios de Economía. Sexta edición*,” México: Editorial CENGAGE Learning, 2012.
- MARQUEZIN, Charles Luan, Bornacki de Mattos, Leonardo. “Costo de la liquidez del contrato futuro de ganado en BM & FBOVESPA”. Editora Mackenzie, Universidade Presbiteriana Mackenzie. 2014.
- MARTÍNEZ NEIRA, Néstor Humberto. *Cátedra de Derecho Contractual Societario Regulación Comercial y Bursátil de los Contratos Societarios (Segunda ed.)*. Bogotá D.C: Legis. 2014.
- MESSINEO, Francesco. *Manual de Derecho Civil y Comercial (Vol. VI)*. Buenos Aires: Ediciones Jurídicas Europa-América, 1954.
- MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA. Real Decreto Legislativo 4 de 2015, 23 de octubre de 2015. Por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. España.
- ORGANIZACIÓN INTERNACIONAL DE COMISIONES DE VALORES (IOSCO), *International Organization of Securities Commissions*, acceso el 2 de mayo de 2021. Disponible en: <https://www.iosco.org>
- PARLAMENTO DE LA UNIÓN EUROPEA Y EL CONSEJO DE LA UNIÓN EUROPEA. Reglamento (UE) n.º 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017. Sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71.
- SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. CBJ. Parte I: Instrucciones generales aplicables a las entidades vigiladas. Título II: prestación de los servicios financieros capítulo II: prestación transfronteriza de servicios financieros.
- SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. CBJ. Parte II: Mercado Intermediado”. Título II “Instrucciones generales relativas a las operaciones de las sociedades de servicios financieros”. Capítulo I: “disposiciones especiales aplicables a los negocios fiduciarios”.
- SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Carta Circular 27, de mayo 6 de 2021.
- SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Concepto No. 2000016046-1, 14 de junio de 2000.

SUPERINTENDENCIA BANCARIA DE COLOMBIA. Concepto 2002000023-1, 18 de febrero de 2002.

SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Concepto No 20056 – 946, 27 de julio de 2005.

SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Concepto No 2010007643 – 001, 19 de marzo de 2010.

SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Concepto 2010006690-002, 29 de marzo de 2010.

SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Concepto No 2016054365, 16 de agosto de 2016.

UNIDAD REGULACIÓN FINANCIERA (URF). *Informe del Mercado de Capitales 2019*, 4 de diciembre de 2019, acceso el 23 mayo 2021. Disponible en: <http://www.urf.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCCCLUSTER-119774%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased>