

**DEBER DE ASESORÍA DE LAS FIRMAS COMISIONISTAS EN EL MERCADO
INTEGRADO LATINOAMERICANO (MILA)**

ANGELA MAHECHA ZUÑIGA

**UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE DERECHO
MEDELLÍN
2011**

**DEBER DE ASESORÍA DE LAS FIRMAS COMISIONISTAS EN EL MERCADO
INTEGRADO LATINOAMERICANO (MILA)**

ANGELA MAHECHA ZUÑIGA

Trabajo de grado presentado para optar al título de Abogada

Asesora: Adriana Moreno Márquez

Abogada

**UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE DERECHO
MEDELLÍN**

2011

Nota de aceptación:

Presidente del Jurado

Jurado

Jurado

Medellín, mayo de 2011

CONTENIDO

	Pág.
INTRODUCCIÓN	5
1. OBJETIVOS	8
2. NOCIONES BÁSICAS DEL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO (MILA)	9
2.1. PANORAMA JURÍDICO-ECONÓMICO COLOMBIANO CREADOR DE UN ESPACIO PARA EL DESARROLLO DEL PROYECTO MILA	10
2.1.1. NOCIÓN DE BOLSA DE VALORES	107
2.2. ACTIVIDAD DE INTERMEDIACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES DE CHILE, PERÚ Y COLOMBIA	19
3. INVERSIÓN EXTRANJERA DE PORTAFOLIO EN COLOMBIA	23
3.1 INVERSIÓN EXTRANJERA	24
3.2 PRINCIPIOS DEL RÉGIMEN DE INVERSIÓN EXTRANJERA	25
3.3 CLASES DE INVERSIÓN EXTRANJERA	27
4. MECANISMO DE ENRUTAMIENTO INTERMEDIADO COMO INSTRUMENTO DE NEGOCIACIÓN EN EL MERCADO INTEGRADO	30
4.1. CARACTERÍSTICAS Y DESCRIPCIÓN DEL MODELO DE ENRUTAMIENTO INTERMEDIADO	31
4.2. ANÁLISIS DEL SOPORTE JURÍDICO DE LA IMPLEMENTACIÓN DEL MECANISMO DE ENRUTAMIENTO INTERMEDIADO	32
4.3. ANÁLISIS DE LA NATURALEZA JURÍDICA DE LOS CONVENIOS DE ENRUTAMIENTO INTERMEDIADO	45
5. DEBER DE INFORMACIÓN Y NIVEL DE ASESORÍA DE LAS SOCIEDADES COMISIONISTAS DE BOLSA	50
6. CONCLUSIONES	67
BIBLIOGRAFÍA	72
ANEXO	74

INTRODUCCIÓN

El Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) surge ante la necesidad de fomentar y aunar esfuerzos entre cada uno sus miembros, a saber, Chile, Colombia y Perú, con el propósito de desarrollar nuevas maneras de unir el mercado de renta variable que cada país representa, a través de cada una de sus Bolsas locales que son: La Bolsa de Valores de Lima- “BVL”, La Bolsa de Comercio de Santiago- “BCS” y la Bolsa de Valores de Colombia. De ésta manera, la integración de las Bolsas apunta a lograr un mercado más grande, competitivo y eficiente que fomente el desarrollo del mercado de capitales y de ésta manera, aumentar significativamente las oportunidades de inversión, traducidas en una mayor oferta de valores y generación de liquidez para todos los emisores, los cuales siempre se encuentran en constante búsqueda de mayores fuentes de financiación. Lo anterior implicará en los diferentes agentes que intervienen o participan, diversos efectos a nivel económico, jurídico y social.

Cada uno de los países miembros, a través de sus Bolsas, extendieron su oportunidad de participar en el proyecto a sus depósitos centralizados de valores, instituciones que hacen parte del funcionamiento del mercado de renta variable y que permiten desarrollar la actividad de manera más eficiente, segura y transparente para todos los agentes que están llamados a intervenir. Perú, con CAVALI S.A, “DCV”-Depósito Central de Valores de Chile y DECEVAL S.A.- Depósito Centralizado de Valores de Colombia, los cuales, de manera conjunta con las Bolsas de Valores de los tres países, están llamados a participar en razón de la actividad tan importante que desempeñan, los cuales serán parte fundamental en el desarrollo y ejecución de todo el sistema operativo.

El proyecto de integración se desarrollará en dos momentos, con alcances diferentes, lo cual permitirá la puesta en marcha de la integración del mercado de valores, donde la efectividad del primero de ellos será la base para la puesta en

marcha del segundo. La primera fase consiste, en facilitar el acceso tecnológico al mercado local por parte de los intermediarios extranjeros, a través de mecanismos que las mismas bolsas con sus depósitos desarrollen, bajo la responsabilidad de un intermediario local durante la negociación, compensación y liquidación de las operaciones¹. Una vez ejecutada la primera fase, la segunda fase permitirá el acceso directo al mercado local por parte de los intermediarios extranjeros bajo reglas de negociación estándar y un modelo de compensación y liquidación transfronterizo.

En una época de globalización y grandes avances tecnológicos e informativos y aún en países llamados “del tercer mundo” o “subdesarrollados”, se ha evidenciado el auge de los conceptos que cobijan las normas del sistema financiero, convirtiéndose este mercado en una importante fuente de desarrollo económico que con el transcurso del tiempo ha ido creciendo significativamente y fomentando el desarrollo de diferentes sectores económicos. Sin embargo, las nuevas figuras tanto normativas como técnicas, implican por parte de todos los agentes que intervienen en el MILA, un mayor grado de conocimiento o entendimiento. De manera particular, en el campo de acción o de operatividad de una sociedad comisionista de bolsa, cobra importancia brindar a todos sus consumidores financieros la información necesaria acerca del MILA, con la finalidad de que ellos mismos puedan tomar decisiones informadas y responsables con respecto a sus inversiones, teniendo presentes sus obligaciones y derechos con sus respectivos mecanismos de protección.

En este orden de ideas, encontramos a los intermediarios del mercado, que son instituciones compuestas por -personas de negocios- que brindan la asesoría necesaria a todos los consumidores con el fin de que estos lleven a cabo la mejor inversión según el perfil de riesgos que se determine al momento de manifestar su

¹ REGLAMENTO GENERAL DE LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Artículo 8.1.1.1- Sistemas de Compensación y liquidación Extranjeros Participantes: Se refiere a los proveedores de infraestructura autorizados en un mercado participante para efectuar la compensación y liquidación de operaciones celebradas sobre valores extranjeros.

voluntad de invertir en el mercado de valores a través de un contrato de comisión. Como consecuencia de lo anterior, resulta importante preguntarnos inicialmente por el soporte normativo que habilita la puesta en marcha en el ordenamiento colombiano y posteriormente definir el nivel de asesoría y de responsabilidad que la sociedad comisionista tiene al momento de brindar la información necesaria de cara a los consumidores financieros. Para ello, es importante contar con un amplio conocimiento de todos los conceptos, instituciones, derechos, deberes, funcionamiento desde el punto de vista operativo y jurídico de este proyecto, que cómo veremos en el desarrollo del presente documento, presenta algunas dificultades de contenido jurídico al momento de adecuar las normas a las situaciones fácticas de éste proyecto.

En este sentido, se pretende analizar de manera concreta, las normas jurídicas contenidas en el decreto 2555 de 2010 que habilitan la puesta en marcha de la actividad que se desarrollará con ocasión del MILA, y el mecanismo que se empleará en la integración de las bolsas que permitirá el acceso al mercado por parte de cada una de ellas, el llamado –sistema de enrutamiento intermediado-. En esa medida, se plantea el interrogante de si efectivamente en Colombia se cuenta con el soporte normativo pertinente que le permita operar a la Bolsa de Valores de Colombia mediante el mecanismo del “enrutamiento intermediado” a través de los mercados de Perú y Chile- ¿Estamos en Colombia en la capacidad de cumplir con el deber de asesoría que establece la normatividad vigente de cara a la integración de las bolsas de Chile, Perú y Colombia? ¿Qué pasa con la implementación de productos como las carteras colectivas en relación con la asesoría que debe implementarse? Bajo estos interrogantes, se plantea entonces ahondar a lo largo del presente documento, con la visión de lograr establecer si efectivamente en Colombia estamos preparados para avanzar normativamente de la mano con los avances tecnológicos y operativos que implica la puesta en marcha de un proyecto como éste.

1. OBJETIVOS

El presente trabajo de grado pretende abordar dos núcleos esenciales que son: Por un lado la identificación del soporte normativo que habilita el funcionamiento de este sistema y por otro lado, la demarcación del nivel de asesoría que deberán tener las sociedades comisionistas de bolsa en relación con los productos y servicios que están llamados a ofrecer con ocasión de del MILA, en especial sus carteras colectivas.

Así las cosas, se pretende analizar la mejor forma de establecer una relación jurídica y comercial con los consumidores y otros agentes del mercado mediante la construcción de un documento que informe de manera clara y sencilla las divergencias o características de este proyecto de cara al ofrecimiento de carteras colectivas, el cual pretende superar en gran parte dificultades jurídicas e incluso vacíos que se tienen en materia de asesoría y de ésta manera, proporcionarle a los consumidores financieros seguridad jurídica. Lo anterior con el fin de proteger a la sociedad comisionista de bolsa ante posibles vulneraciones de los derechos de los consumidores financieros.

De esta manera se construirá el presente documento, abordando los diferentes aspectos y problemas jurídicos, técnicos y comerciales que implica el desarrollo de proyecto MILA a la luz de la normatividad vigente, relacionando como quedó expuesto inicialmente, los problemas de soporte normativo, caracterización de la figura jurídica mediante la cual se adoptarán las obligaciones de las sociedades comisionistas de bolsa con sus homólogas extranjeras y las dificultades que suponen en materia de asesoría las carteras colectivas emisoras de valores y no emisoras desde el punto de vista de la información relevante en el contexto MILA.

2. NOCIONES BÁSICAS DEL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO (MILA)

El propósito del presente capítulo es identificar y exponer las nociones o elementos básicos del Mercado Integrado Latinoamericano -MILA-, los cuales deberán tenerse como base al momento de analizar las distintas concepciones normativas de los países integrantes sobre la actividad de intermediación en el mercado de valores y en esa medida poder delimitar cada una de las premisas o características propias del proyecto en razón de los interrogantes planteados en un primer momento. Para tratar este tema dividiremos este capítulo en dos grandes secciones:

- Panorama jurídico-económico colombiano creador de un espacio para el desarrollo del Proyecto MILA y:
- Actividad de intermediación en el mercado de valores de Chile, Perú y Colombia.

De manera preliminar podemos considerar la definición aportada por Armando Massarente Silva, Fiscal de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile sobre la idea de una -Integración de Mercados-, la cual fue aportada en su presentación a través de la Cámara Colombo Chilena frente al tema de – Integración de mercados bursátiles- de la siguiente manera: *“La integración de los mercados bursátiles es un proceso mediante el cual se realizan alianzas que permiten unir plataformas (sistemas) de negociación de valores y así concentrar un mayor número de emisores, inversionistas e intermediarios para generar en estos mercados economías de escala, optimizar infraestructura tecnológica, adecuar mecanismos, procedimientos y reglas de los mercados bursátiles, entre otros”*.

En razón de la anterior definición, podemos empezar por enunciar los diferentes aspectos referentes a la puesta en marcha del proyecto de integración de las Bolsas de Chile, Perú y Colombia con base en las secciones anteriormente enunciadas; resaltando desde este momento, que la integración de las bolsas ha generado en los países integrantes de manera preliminar una idea de “integración de plataformas tecnológicas” y de nuevos desarrollos que permitirán la puesta en marcha del proyecto. Bajo ésta noción encontramos la figura del –enrutamiento intermediado- como el mecanismo que permitirá la integración de los mercados bursátiles de Chile, Perú y Colombia sin ahondar hasta ahora en sus bases normativas, que en definitiva son aquellas que le permitirá a Colombia operar de manera legítima en los sistemas de cada una de las bolsas extranjeras.

2.1. PANORAMA JURÍDICO-ECONÓMICO COLOMBIANO CREADOR DE UN ESPACIO PARA EL DESARROLLO DEL PROYECTO MILA

En Colombia, el mercado de valores, sus instituciones y agentes en general han experimentado con el transcurso del tiempo importantes avances y transformaciones, los cuales han generado cambios bastante significativos y relevantes en relación con su funcionamiento, control y la diversificación de los productos y servicios. Estas transformaciones han traído consigo beneficios para todos aquellos que intervienen de manera directa o indirecta en un mercado como este; siendo –el acceso a la información- uno de los principales, la cual ha permitido que las empresas colombianas hagan parte de este mercado cada vez de manera más activa, obteniendo la financiación necesaria para desarrollar sus proyectos de crecimiento. Este importante beneficio como veremos más adelante, es clave para entender el funcionamiento del Mercado Integrado Latinoamericano- MILA-.

Un antecedente bastante valioso e ilustrador para el propósito del presente trabajo de grado, es la iniciativa de la integración de las Bolsas de Bogotá, Medellín y

Occidente el 3 de julio de 200, cuyo resultado fue la Bolsa de Valores de Colombia tras existir la necesidad de consolidar y unificar el mercado de capitales en Colombia. El nacimiento de ésta institución fue el resultado de un proceso de modernización, internacionalización y democratización en Colombia que permitiera facilitar la transacción de valores a través de un sistema único que brindara todas las facilidades propias de un mercado como este. En este sentido, podemos afirmar que la Bolsa de Valores se concibe como aquél organismo encargado de llevar a cabo la transacción y administración controlada y pública de los mercados accionario, cambiario, de derivados y de renta fija del país.

Con estos nuevos avances, las operaciones sobre valores, se han venido intensificando y diversificando en la medida que han ido respondiendo al crecimiento y desarrollo de la economía colombiana, fortaleciendo no solo las empresas nacionales sino contribuyendo con la inversión extranjera como se enunciará más adelante. En consecuencia, los agentes del mercado han ido adquiriendo nuevas capacidades con respecto a la oferta de los productos y servicios, en razón de las dimensiones que el negocio como tal ha adquirido dada la carga operativa de las diferentes transacciones que se han ido consolidando. En este sentido, se justifica de ésta manera el crecimiento de sus instituciones y agentes en general, como los encargados de propender por el buen funcionamiento del mercado desde todos sus puntos de vista.

Este proceso de integración de las bolsas locales colombianas, sumado al conjunto de modificaciones y avances que el mercado de capitales que se ha presentado a través del tiempo, ha generado que la transacción de valores adquiera un grado de complejidad que antes no se tenía y que tanto para el consumidor financiero como para los inversionistas profesionales y conocedores del mercado, puede resultar de difícil comprensión y acceso. En este sentido, todos los avances han sido la respuesta a las innumerables necesidades tanto de los oferentes como de los demandantes, lo cual ha generado ciertamente la proliferación de nuevos productos, nuevas alianzas, estrategias, por parte de las

distintas entidades como lo es ciertamente el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA). En razón de ello, la obligación de brindar asesoría por parte de las aquellas entidades que brindan esta clase de servicios cada vez cobra una mayor importancia de cara a la protección de los derechos de los consumidores financieros.

Es por ello que la necesidad de ir transformando o cambiando las normas jurídicas a la par de los avances económicos y tecnológicos del mercado de valores, no deben ser ajenas a este proceso, por el contrario, deberán propender por dinamizar las relaciones entre todos los agentes que intervienen en el mercado de valores, siendo este uno de los aspectos más importantes a tener en cuenta a la hora de invertir por parte de cualquier consumidor financiero, pues la seguridad jurídica del sistema brinda confianza y certeza a la hora de invertir en el mercado de valores.

Jurídicamente, desde una óptica general, Colombia ha avanzado de manera conjunta en relación con los avances tecnológicos y operativos del mercado de valores, siendo una muestra de ello, el Decreto 2555 de 2010 donde *“Se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones”*; con ello Colombia ha logrado superar limitaciones a la dinámica de crecimiento superando rigideces en materia normativa y falta de promoción del mercado de valores en el campo internacional logrando así un ordenamiento más consistente. Como bien se ha expresado con anterioridad, las condiciones son bastante favorables a la hora de propiciar espacios para invertir a través del mercado de valores ya que existen normas que protegen a cada uno de sus agentes, lo cual implica una naciente necesidad de familiarizarlos a cada uno de ellos, de manera clara, veraz y sencilla sin perjuicio de caer en inexactitudes o ambigüedades acerca de la naturaleza de las operaciones, finalidad de las mismas, enunciación de los derechos y deberes de los consumidores, sus mecanismos de protección, utilidad de las inversiones y por su puesto los riesgos que cada una implica.

A nivel constitucional, es importante resaltar que el derecho financiero colombiano encuentra soporte en la Carta Política de 1991 en la medida que se responsabiliza al Estado respecto del desenvolvimiento y estabilidad de los sistemas financieros, siendo esta una característica muy propia del derecho constitucional Latinoamericano². En esta medida, se faculta al Congreso de la República para dictar normas generales que cubran los objetivos y criterios bajo los cuales debe regirse el Gobierno para regular la actividad financiera, bursátil y aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público según lo enuncia el literal d) del numeral 19 en el artículo 150 en concordancia con los numerales 24 y 25 del artículo 189³.

Teniendo en cuenta las características propias de las economías de Chile y Perú, siendo éstas bastante dinámicas y diversificadas con énfasis diferentes a los de Colombia, surge entre cada uno de estos países la necesidad de complementarse en razón de las ofertas que presentan sus respectivos mercados de renta variable⁴. En consecuencia, resulta relevante, resaltar de manera concisa las principales fortalezas económicas que tiene cada uno de los mercados de renta variable de los países miembros en aras a entender una de las principales razones que motivó la iniciativa de integración-oportunidades de diversificación⁵-, veamos: Chile posee una gran oferta en títulos ligados a los sectores de energía, forestal, el comercio y servicios en general; por otro lado, Perú contribuye con la oferta de títulos relacionados con la minería gracias a la consolidación de nuevos proyectos

² MARTÍNEZ, Néstor Humberto. *Sistemas Financieros*. Biblioteca Felaban 1994.

³ La Constitución de Perú de igual manera, en su artículo 211 faculta al Presidente de la República para dictar medidas extraordinarias en materia económica y financiera con la obligación de rendir cuentas al Congreso en relación con las medidas que adopte.

⁴ REGLAMENTO GENERAL DE LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Artículo 8.1.1.1- Renta Variable: Se refiere a acciones, índices asociados a las acciones y a participaciones en carteras colectivas cuyo portafolio se encuentra invertido en acciones en el porcentaje que defina la Superintendencia Financiera de Colombia mediante instrucción general.

⁵BERNAL FANDIÑO, Ricardo. Artículo publicado en La República. "Mil alternativas de inversión con la integración de las bolsas". Disponible en:http://www.larepublica.com.co/archivos/FINANZAS/2011-05-04/milalternativas-de-inversion-con-la-integracion-de-bolsas_127670.php.

en este sector, al igual que en la construcción y finalmente, Colombia aporta con la oferta de títulos en el sector de hidrocarburos y bancario⁶.

Finalmente, el 8 de septiembre de 2009, La Bolsa de Comercio de Santiago-BCS-, La Bolsa de Valores de Lima -BVL-, la Bolsa de Valores de Colombia- BVC- y las centrales de depósito de cada país: Perú, con CAVALI S.A, "DCV"-Depósito Central de Valores de Chile y DECEVAL S.A.- Depósito Centralizado de Valores de Colombia suscribieron un acuerdo de intención que les permitió definir el modelo de integración de sus mercados de renta variable desde una óptica general que con el tiempo se fue transformando en lo que hoy se conoce como MILA⁷.

Aparecen en igual nivel de importancia a los agentes anteriormente descritos, los entes llamados a controlar y supervisar las actividades de intermediación que desarrolle el integrante de su competencia. Dichos entes tendrán la función de velar por el cumplimiento de la normatividad vigente de cada país en relación con la implementación del Mercado Integrado de Renta Variable y propender por el comportamiento transparente de cada uno de los agentes que intervienen. En Chile encontramos la Superintendencia de Valores y Seguros -SVS-, cuyo objeto es la fiscalización tanto de las actividades como de las entidades que participan en el mercado de valores y de seguros; En Perú la entidad de control y supervisión es la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores- CONASEV, la cual se encarga de estudiar, promover y reglamentar el mercado de valores, ejerciendo control sobre las personas naturales y jurídicas que intervienen en éste y velar por la transparencia del mercado de valores; y finalmente, Colombia con la Superintendencia Financiera⁸, encargada de la inspección, vigilancia y control

⁶Pacific Rubiales EnergyCorp, Ecopetrol y Bancolombia constituyen el 54% del mercado de renta variable en la Bolsa de Valores local. Análisis no publicado por parte de la Gerencia de Investigaciones económicas Serfinco S.A Comisionistas de Bolsa.

⁷<http://www.andina.com.pe/terra.cl>

⁸ El siguiente extracto del concepto de la Superintendencia Financiera de Colombia No. 2007001419-001 del 6 de febrero de 2007, permite delimitar las facultades que tiene ésta entidad con respecto a las funciones que desempeña cuyo origen es ciertamente legal, veamos: "Ahora

sobre las personas que realicen actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento o inversión de recursos captados del público⁹.

En razón a la tendencia mundial de celebrar alianzas de cooperación, como por ejemplo el caso europeo, surgieron nuevos retos y ambiciones para la economía colombiana, en tanto ya no se trataba de responder ante una necesidad comercial nacional para todos sus oferentes y demandantes, se buscaba entonces, propiciar un ambiente en el cual la escala de las inversiones apuntara a un mercado mundial. La iniciativa de la integración de las Bolsas de tres países latinoamericanos, teniendo en cuenta la coyuntura económica y jurídica de cada uno, surge ante la necesidad de propender por el crecimiento económico de cada uno de sus integrantes, como bien se mencionó apuntando a una diversificación y complementación a la hora de ofrecer alternativas de inversión. En consecuencia, sus miembros, a saber, Chile, Perú y Colombia, con el propósito de desarrollar nuevas maneras de unir los mercados de renta variable que representan, a través de cada una de sus Bolsas mencionadas anteriormente, se integraron con el propósito de expandir cada uno de sus mercados, traducido en una mayor oferta de valores y generación de liquidez para todos los emisores, permitiendo no solo la diversificación de productos sino de los riesgos asociados a cada uno de ellos.

Cada uno de los países miembros, a través de sus Bolsas, extendieron su oportunidad de participar en el Proyecto a sus depósitos centralizados de valores¹⁰

bien, aunque no exista una definición legal respecto de las funciones de inspección, vigilancia y control para la Superintendencia Financiera de Colombia, como las establecidas por ejemplo respecto de la Superintendencia de Sociedades, si existe una diferencia entre ellas, según se desprende de las facultades consagradas en el Decreto 4327 de 2005. En tal sentido sobre las entidades sometidas a inspección y vigilancia este Organismo supervisa aspectos relativos al SER y al HACER de las respectivas instituciones, esto es, lo relacionado con su constitución, funcionamiento y el desarrollo de las actividades que les han sido autorizadas.

⁹La Superintendencia Financiera de Colombia tiene por objetivo supervisar el sistema financiero colombiano con el fin de preservar su estabilidad, seguridad y confianza, así como, promover, organizar y desarrollar el mercado de valores colombiano y la protección de los inversionistas, ahorradores y asegurados. Disponible en: <http://www.superfinanciera.gov.co>.

enunciados anteriormente, instituciones que hacen parte del funcionamiento del mercado de renta variable y que permiten desarrollar la actividad de manera más eficiente y segura para todos los agentes que están llamados a intervenir, de manera conjunta con las Bolsas de valores de los tres países. Están encargados de participar en razón de la actividad que desempeñan, que es la custodia de los títulos desmaterializados a través de cuentas y subcuentas a nombre de un depositante directo, que para el presente estudio son precisamente las Sociedades Comisionistas de Bolsa.

El Proyecto de integración se desarrollará en dos momentos, cada uno con alcances diferentes, lo cual permitirá la puesta en marcha de manera ordenada y cautelosa la integración del mercado de capitales de Chile, Perú y Colombia. La primera fase consiste en facilitar el acceso tecnológico al mercado local por parte de los intermediarios extranjeros, a través de mecanismos que las mismas bolsas con sus depósitos desarrollen, bajo la responsabilidad de un intermediario local durante la negociación, compensación y liquidación de las operaciones. Una vez ejecutada la primera fase, la segunda fase permitirá el acceso directo al mercado local por parte de los intermediarios extranjeros bajo reglas de negociación estándar y un modelo de compensación y liquidación transfronterizo.

La descripción que permite entender el funcionamiento de la integración de tres mercados, como bien se expuso con anterioridad apunta a delimitar una preocupación de contenido tecnológico, que permita adecuar el mercado local de cada país hacia un único mercado con características homogéneas. La necesidad

¹⁰ Se encuentra su justificación en la expedición de títulos “desmaterializados” (paperless o dematerialialized o uncertificated según terminología del UniformCommercialCode, en el derecho anglosajón) como bien lo enuncia el autor Ramiro Rengifo en su Libro “Títulos Valores” (Páginas 25-27), especialmente en las emisiones en serie o en masa para su custodia, conservación y administración. Afirma que “dichas instituciones son denominadas en algunos países latinoamericanos depósitos centralizados de valores (DCV). En esa medida, explica su funcionamiento e importancia: “Cuando una entidad emisora decide emitir bonos o acciones crea un título valore global representando la totalidad de la emisión y se lo entrega al DCV. El DCV abre una cuenta para el emisor y luego, después de entregar a los suscriptores una “constancia” de depósito que indica la respectiva participación de cada suscriptor en la emisión, el DCV abre subcuentas a cada uno de ellos, una vez la suscripción ha sido completada”.

recurrente que surgirá de ahora en adelante será implementar sistemas que vayan de la mano con el marco regulatorio, sin caer en el pecado normativo de “copiar y pegar” normatividades extranjeras de manera empírica por querer desarrollar un sector de la economía. La propuesta que se viene planteando relacionada con la ejecución del proyecto pretende mirarse desde la óptica jurídica, con el fin de sentar las bases sobre las cuales un proyecto como este se encuentra soportado.

Para efectos del desarrollo del presente análisis, no sobra advertir que el enfoque que le daremos a todas las construcciones y descripciones estará determinado por las características propias de la primera fase del Proyecto del Mercado Integrado, dadas las condiciones que se tienen de la misma y que serán la clave para emprender la segunda fase. Así las cosas, por el momento nuestros objetivos se concentrarán en definir los alcances e implicaciones que esta primera fase abarca, especialmente en Colombia a través de sus Comisionistas de Bolsa como intermediarios de valores.

2.1.1. Noción de Bolsa de Valores

Con el fin de obtener un conocimiento acertado sobre las diferentes nociones básicas que implica la Integración de las Bolsas de Chile, Perú y Colombia, empezaremos por definir qué es una Bolsa de Valores y las funciones que esta desempeña en un sentido general:

Por definición, una bolsa de valores se entiende como una organización privada que brinda las facilidades necesarias para que sus miembros, atendiendo los mandatos de sus clientes, introduzcan órdenes y realicen negociaciones de compra y venta de valores, tales como acciones de sociedades o compañías anónimas, bonos públicos y privados, certificados, títulos de participación y en general una amplia variedad de instrumentos de inversión¹¹.

Ésta definición supone, que la negociación de los valores en los mercados bursátiles debe llevarse a cabo tomando como base unos precios conocidos y

¹¹<http://www.wikipedia.com.co>

fijados en tiempo real, dentro de un entorno seguro para la actividad de los inversionistas, donde el mecanismo de las transacciones se encuentra totalmente regulado, lo cual garantiza la legalidad, seguridad y sobre todo transparencia de las operaciones que celebra diariamente.

La importancia que denotan las bolsas de valores se enmarca dentro del fortalecimiento que éstas le brindan al mercado de capitales ya que éstas contribuyen en el desarrollo económico y financiero en la mayoría de los países del mundo a través de las funciones que desempeñan.

La Bolsa de Valores de Colombia se concibe como aquella institución privada sometida a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia, que impulsa el desarrollo y crecimiento del mercado de activos financieros en el país. De igual forma, ésta se considera como un proveedor de infraestructura encargado entre otras, de la administración de los sistemas de negociación y registro de operaciones. Administra un sistema de negociación (MEC), el cual se encarga de la negociación del mercado de renta variable y mercado de derivados¹².

Como entidad administradora del sistema, calidad que le otorga el artículo 2.15.6.1.4 del Decreto 2555 de 2010, está llamada a cumplir con las siguientes funciones generales atribuidas mediante el Reglamento General de la Bolsa de Valores de Colombia relacionadas con la implementación del MILA:

- Con respecto al tema de la información, como administradora del sistema, deberá garantizar a los participantes el acceso y suministro de la misma en temas financieros, económicos, contables, jurídicos y administrativos con respecto a los emisores de los valores extranjeros, así como cualquier otra información que se considere relevante en el respectivo mercado extranjero participante.

¹² Bolsa de Valores de Colombia. Disponible en: [http://: www.bvc.com.com](http://www.bvc.com.com)

- Es la encargada de proporcionar a los participantes el mecanismo de enrutamiento intermediado, que facilite el ingreso de órdenes para la celebración de operaciones sobre valores extranjeros, el cual debe incluir un sistema de control de límites y en esa medida realizar las actualizaciones tecnológicas necesarias sobre dichos mecanismos.
- Desplegar su mejor esfuerzo para mantener la seguridad, la eficiencia, y el adecuado funcionamiento del Sistema de Mercado Integrado.

En este sentido, como organismo encargado de garantizar la transparencia de las operaciones, tiene a su cargo la gran responsabilidad de brindarle al mercado integrado todas las soluciones posibles de la carga operativa y tecnológica de cara a los demás países miembros a través del intermediario local.

Así las cosas, sin restarle importancia a los demás agentes llamados a intervenir, la Bolsa de Valores de Colombia a través de sus sistemas, será la protagonista de este gran proyecto, en la medida que será el denominado sistema de – Enrutamiento intermediado- el encargado de materializar las premisas que sustentan la integración. Este mecanismo será explicado más adelante, siendo el soporte del presente análisis al momento de establecer la base normativa de un proyecto como este.

2.2. ACTIVIDAD DE INTERMEDIACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES DE CHILE, PERÚ Y COLOMBIA

Partiendo por el panorama colombiano, empezaremos a demarcar lo que se entiende por –actividad de intermediación- con el objetivo de establecer los alcances e importancia dentro del proyecto de integración. El artículo 7.1.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010, nos enuncia qué se entiende por actividad de intermediación en el mercado de valores de la siguiente manera:

“Constituye actividad de intermediación en el mercado de valores la realización de operaciones que tengan por finalidad o efecto el acercamiento de demandantes y oferentes en los sistemas de negociación de valores o en

el mercado mostrador, sea por cuenta propia o ajena, en los términos y condiciones de la presente parte para:

1. La adquisición o enajenación en el mercado primario o secundario de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, RNVE;
2. La adquisición o enajenación en el mercado secundario de valores listados en un sistema local de cotizaciones de valores extranjeros; y
3. La realización de operaciones con derivados y productos estructurados que sean valores en los términos de los parágrafos 3º y 4º del artículo 2º de la ley 964 de 2005.

PAR.- Serán intermediarios de valores las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia con acceso directo a un sistema de negociación de valores o a un sistema de registro de operaciones sobre valores para la realización o registro de cualquier operación de intermediación de valores”.

En este sentido, puede entenderse que todas las entidades que se encuentren vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia y que tengan acceso directo a un sistema de negociación o a un sistema de registro sobre valores se considerarán bajo la categoría de –intermediario del mercado de valores-.

Dentro del contexto chileno, el artículo 24 de la Ley 18.045 del Mercado de Valores (Actualizada el 16 de agosto de 2010 por la ley 20.448) nos proporciona la definición de –Intermediarios de Valores- de la siguiente manera:

“Son intermediarios de valores las personas naturales o jurídicas que se dedican a las operaciones de corretaje de valores. Cumplidas las exigencias técnicas y patrimoniales que esta ley establece y las que la Superintendencia determine mediante normas de aplicación general, las personas mencionadas en el inciso anterior podrán dedicarse también a la compra o venta de valores por cuenta propia con ánimo de transferir derechos sobre los mismos.

Sin perjuicio de las demás obligaciones establecidas en esta ley, cada vez que un intermediario opere por cuenta propia, deberá informar esta circunstancia a la o las personas que concurren a la negociación y no podrá adquirir los valores que se le ordenó enajenar ni enajenar de los suyos a quien le ordenó adquirir, sin autorización expresa del cliente.

Los intermediarios que actúan como miembros de una bolsa de valores, se denominan corredores de bolsa y aquellos que operan fuera de bolsa, agentes de valores.

Sin perjuicio de lo establecido en las leyes especiales y en el artículo siguiente, ninguna persona podrá actuar como corredor de bolsa o agente de valores sin que previamente se haya inscrito en los registros que para el efecto llevará la Superintendencia”.

Bajo ésta noción, podemos determinar que en Chile, la calidad de intermediario de valores la tienen dos clases de agentes, a saber, los corredores de bolsa y los agentes de valores, donde su carácter distintivo se lo otorga el hecho de que los primeros son miembros de la bolsa local, mientras que los segundos por operar por fuera de bolsa no lo son. Sin embargo, ambas categorías se encuentran vigiladas por la Superintendencia, estando obligadas a estar inscritas en los registros de agentes que determine dicha entidad para efectos de control.

Por otro lado, Perú, entiende la actividad de -intermediación con valores- según el Decreto Legislativo No. 861 del 22 de agosto de 1996 de la siguiente manera:

“Artículo 167°.- Clases de Agentes de Intermediación.- Son agentes de intermediación las sociedades anónimas que, como sociedades agentes o sociedades intermediarias, se dedican a la intermediación de valores en el mercado.

Acarrea responsabilidad penal el desempeño de actividades propias de los agentes de intermediación sin contar con autorización para ello, conforme al Artículo 246° del código de la materia.

Artículo 168°.- Autorización de Organización y Funcionamiento.- Para desempeñarse como agente de intermediación se requiere de la autorización de organización y de funcionamiento expedida por CONASEV, quien, mediante disposiciones de carácter general, determinará los requisitos para cada clase de agente de intermediación.

Los agentes de intermediación están sujetos al control y la supervisión de CONASEV”.

Se entiende entonces que los agentes de intermediación serán aquellos que se dediquen como tal a la –intermediación de valores en el mercado- contando para ello, con la autorización pertinente para su funcionamiento por parte de la autoridad de control.

Con las tres definiciones normativas aportadas anteriormente, podemos concluir desde ahora que la actividad de intermediación de valores en Chile, Perú y Colombia guarda afinidad en cuanto a sus características, restricciones y los controles que ejercen cada una de sus entidades de supervisión. Se trata entonces de una actividad regulada y vigilada por el Estado de cada uno de los

gobiernos, dada la importancia que representan para la sociedad en razón del servicio que prestan al público en general.

Así las cosas, cada una de las nociones nos deja claro que se trata de una actividad que solo podrán ejercer las personas, bien sea naturales o jurídicas que la ley autorice conforme la normatividad de cada país. El entendimiento que se pretende establecer de ello, es determinar bajo el presente modelo de integración, las implicaciones que tendrá cada intermediario local desde el punto de vista de su responsabilidad frente a los diferentes agentes.

La actividad de intermediación se consolidará, gracias a la actividad propia que desempeñan las Sociedades Comisionistas de Bolsa de cada participante con agente de intermediación, cuyas funciones y obligaciones frente al mercado integrado se enunciarán a lo largo del presente escrito. En consecuencia, por tratarse de las entidades que tendrán contacto directo con los inversionistas y que manejarán de primera mano la información susceptible de ser transmitida conforme los lineamientos normativos, deberán propiciar un ambiente de educación financiera frente a los nuevos temas que se abordarán en relación con el mercado integrado en tanto, debe tenerse el conocimiento de que los valores en los cuales se invertirá tendrán la calidad de extranjeros y por lo tanto no dependen del mercado local.

3. INVERSIÓN EXTRANJERA DE PORTAFOLIO EN COLOMBIA

El escenario actual que atraviesa Colombia con respecto a su economía y mercado internacional no es ajeno al proceso de globalización y al creciente avance de los diferentes sistemas de integración que dicho concepto implica. Los logros en cuanto a las relaciones y acuerdos internacionales han sido el resultado de una importante labor por parte del gobierno en compañía del gremio perteneciente al sector financiero. Muestra de ello, es la actual integración de las bolsas de Chile, Perú y Colombia, cuya ambición o razón de ser como bien se enunció anteriormente, es apuntar al crecimiento de cada uno de sus mercados de renta variable.

La puesta en marcha de proyectos como este, representa un avance importante en el mercado de valores colombiano, en tanto permite el crecimiento de empresas nacionales y por su puesto fomentando la inversión extranjera de portafolio. Si bien las políticas públicas tendientes a crear espacios tanto jurídicos como económicos son clave para el desarrollo eficaz de cada uno de los objetivos, resulta necesario tener presente que los diferentes agentes que intervienen conservan un nivel de acceso al mercado distinto y que por ello, el tratamiento que debe recibir deberá ser acorde a sus necesidades. Es por ello, que las normas jurídicas con la creciente tendencia a proteger los derechos de los consumidores financieros, apuntan a propiciar espacios más adecuados que fomenten un ambiente de información que les resulte clara, veraz y transparente.

Por su parte, el autor Néstor Humberto Martínez Neira afirma en su obra “Sistemas Financieros” que los distintos países latinoamericanos han vuelto a encontrar en la inversión extranjera un complemento conveniente para la evolución de sus mercados financieros, ya que este mecanismo brinda un mayor acceso a la tecnología bancaria internacional, se obtiene un mayor tamaño de los sistemas financieros locales y, por encima de cualquier otra consideración, se

logra la presencia en mercados domésticos de entidades más competitivas con relación a la banca local.

3.1 INVERSIÓN EXTRANJERA

En Colombia las disposiciones en materia de inversiones extranjeras, deberán ceñirse a las prescripciones contenidas en el Decreto 2080 de 2000, el cual fue recientemente modificado por el Decreto 4800 de 2010, sin perjuicio de lo pactado en los tratados o convenios internacionales que se encuentren vigentes.

De ésta manera, se consideran como inversiones extranjeras las inversiones de capital del exterior en territorio colombiano incluidas las zonas francas colombianas, por parte de personas no residentes en Colombia.

Así las cosas, resulta conveniente entender, para efectos de desarrollar el presente tema, establecer ¿Quién se considera residente en Colombia? Y quien no ostenta dicha calidad, para ello, el artículo 2º del Decreto 1735 de 1993 consagra:

Sin perjuicio de lo establecido en tratados internacionales y leyes especiales, para efectos del régimen cambiario se consideran residentes todas las personas naturales que habitan en el territorio nacional. Así mismo se consideran residentes las entidades de derecho público, las personas jurídicas, incluidas las entidades sin ánimo de lucro, que tengan domicilio en Colombia y las sucursales establecidas en el país de sociedades extranjeras.

En este orden de ideas, la misma disposición define quienes por el contrario, no se consideran residentes, que son todas aquellas personas naturales que no habitan dentro del territorio nacional y las personas jurídicas, incluidas las entidades sin ánimo de lucro que no tengan domicilio dentro del territorio nacional. De igual manera, tampoco considera como residentes a los extranjeros cuya permanencia en el territorio nacional no exceda de seis meses continuos o discontinuos en un período de doce meses.

Otro aspecto importante a considerar es la demarcación de quienes son considerados como inversionistas de capital del exterior, que son, todas las personas naturales o jurídicas titulares de una inversión extranjera directa o de portafolio. Por su parte, atendiendo al ámbito subregional, el Ministerio de Comercio Exterior, con previa solicitud del interesado, podrá certificar como de inversionistas nacionales, aquellas inversiones de origen subregional donde sus titulares sean inversionistas nacionales de países miembros del acuerdo de Cartagena (Comunidad Andina de Naciones-CAN)¹³, siempre y cuando se acredite el carácter de inversionista nacional en el país de origen¹⁴.

De igual forma, el Decreto 2080 de 2000 establece que los créditos y operaciones que impliquen endeudamiento no constituyen inversión extranjera para el régimen cambiario colombiano.

Se presume que quien figura como inversionista extranjero en los formularios relacionados en el registro presentado ante el banco de la república no es residente, sin embargo es necesario conservar los documentos que prueben su no residencia en el país.

3.2 PRINCIPIOS DEL RÉGIMEN DE INVERSIÓN EXTRANJERA

- Igualdad en el trato: Este principio establece que la inversión extranjera recibe el mismo tratamiento que la inversión de carácter nacional. En esa medida, no se permiten bajo ninguna circunstancia la imposición de condiciones o tratamientos discriminatorios o incluso que puedan resultar más favorables para los inversionistas extranjeros. Dicho principio es susceptible de

¹³La CAN es un Organismo Regional conformado por cuatro países que tienen el siguiente objetivo común: alcanzar un desarrollo integral, más equilibrado y autónomo, mediante la integración andina, sudamericana y latinoamericana. Está constituida por Bolivia, Colombia, Ecuador y Perú, además de los órganos e instituciones del Sistema Andino de Integración (SAI).

¹⁴ Normatividad Andina- Decisión 291 y 292 del Acuerdo de Cartagena.

entenderse bajo el marco Constitucional en cuanto este propende por salvaguardar en un doble sentido tanto el artículo 13 como el artículo 227 de la Constitución Política de Colombia en tanto se protege el derecho a la igualdad y también en materia de relaciones internaciones¹⁵.

- Universalidad: Bajo este criterio la normatividad es restrictiva en su artículo 6º, en la medida que puede decirse que no en todos los sectores de la economía nacional podrá ingresar capital extranjero a manera de inversión, y es en los siguientes casos:
 - Actividades de defensa y seguridad nacional.
 - Procesamiento, disposición y desecho de basuras tóxicas, peligrosas o radioactivas, no producidas en el país.
- Automaticidad: Este principio establece que la realización de la inversión extranjera no requiere de autorización, salvo en los regímenes especiales previamente mencionados y en las inversiones realizadas en el sector financiero, las cuales en ciertos casos requieren de autorización previa por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia. Lo mismo ocurre para el sector de hidrocarburos y minería y en las inversiones de portafolio que más adelante se explicarán, temas que serán tratados bajo regímenes especiales.

¹⁵ CONSTITUCIÓN POLÍTICA DE COLOMBIA (1991). Artículo 13. Todas las personas nacen libres e iguales ante la ley, recibirán la misma protección y trato de las autoridades y gozarán de los mismos derechos, libertades y oportunidades sin ninguna discriminación por razones de sexo, raza, origen nacional o familiar, lengua, religión, opinión política o filosófica.

El Estado promoverá las condiciones para que la igualdad sea real y efectiva y adoptará medidas en favor de grupos discriminados o marginados.

El Estado protegerá especialmente a aquellas personas que por su condición económica, física o mental, se encuentren en circunstancia de debilidad manifiesta y sancionará los abusos o maltratos que contra ellas se cometan.

(...)

Artículo 227. El Estado promoverá la integración económica, social y política con las demás naciones y especialmente, con los países de América Latina y del Caribe mediante la celebración de tratados que sobre bases de equidad, igualdad y reciprocidad, creen organismos supranacionales, inclusive para conformar una comunidad latinoamericana de naciones. La ley podrá establecer elecciones directas para la constitución del Parlamento Andino y del Parlamento Latinoamericano.

- Estabilidad: Las condiciones establecidas en caso de operar el reembolso de inversiones, así como la remisión de las utilidades que estuvieran vigentes en la fecha de registro de la misma, no podrán ser modificadas de manera que afecten desfavorablemente al inversionista. Lo anterior refleja la protección que tienen los inversionistas frente a las condiciones inicialmente pactadas, que para el caso de las inversiones de portafolio estarán amparadas por las normas jurídicas del momento en que se efectuaron las inversiones.

3.3 CLASES DE INVERSIÓN EXTRANJERA

La legislación colombiana contempla dos clases de inversión extranjera: la inversión extranjera directa y la inversión de portafolio. De ésta última ahondaremos de manera significativa en tanto es de suma importancia frente al tema que nos ocupa.

- Inversión extranjera directa: El Decreto 4800 de 2010 que modifica el Decreto 2800 de 2000 considera como tal las siguientes:
 - La adquisición de participaciones, acciones, cuotas sociales, aportes representativos del capital de una empresa o bonos obligatoriamente convertibles en acciones;
 - La adquisición de derechos o participaciones en negocios fiduciarios celebrados con sociedades fiduciarias sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia, cuyo objeto no se constituya en lo señalado en el literal b) de este artículo;
 - La adquisición de inmuebles, directamente o mediante la celebración de negocios fiduciarios, o como resultado de un proceso de titularización inmobiliaria de un inmueble o de proyectos de construcción;
 - Los aportes que realice el inversionista mediante actos o contratos, tales como los de colaboración, concesión, servicios de administración, licencia o aquellos que impliquen transferencia de tecnología, cuando ello no

represente una participación en una sociedad y las rentas que genere la inversión para su titular dependan de las utilidades de la empresa;

- Inversiones suplementarias al capital asignado de las sucursales;
 - Inversiones en fondos de capital privado de que trata el Título Catorce del Libro Primero de la Parte Tercera del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen o sustituyan.
- Inversión extranjera de portafolio¹⁶: Por su parte, el Decreto 4800 de 2010 establece como inversión de portafolio la realizada sobre valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, RNVE, las participaciones en carteras colectivas, así como en valores listados en los sistemas de cotización de valores del extranjero. Conforme la normatividad anteriormente analizada y el presente Decreto, se establece para el tema de administración de las inversiones de capital del exterior bajo esta modalidad, que las únicas entidades capacitadas para desarrollar esta actividad son las Sociedades Comisionistas de Bolsa, las sociedades fiduciarias y las sociedades administradoras de inversión, sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia, las cuales estarán revestidas de cumplir con obligaciones tributarias, cambiarias y de información en general además de las consagradas por la Superintendencia Financiera de Colombia y la Bolsa de Valores de Colombia.

¹⁶ La definición de inversión de portafolio que anteriormente se tenía, es decir, según el Decreto 2800 de 2000 (modificado por el Decreto 4800 de 2010) de manera particular en la inversión de portafolio, planteaba la necesidad de efectuar dicha inversión a través de fondos de inversión de capital extranjero. Estos fondos –que podían ser Institucionales o individuales– se entendían como patrimonios organizados bajo cualquier modalidad (a través de contratos de fiducia mercantil, encargos fiduciarios, contratos de custodia u otros análogos) en Colombia o en el extranjero, con recursos aportados por una o más entidades, o personas naturales o jurídicas extranjeras, con el propósito de realizar inversiones en el mercado público de valores. Por lo tanto, estaban sometidos, para la adquisición de acciones, a las reglas que regulan la oferta pública de adquisición, en los casos previstos para los inversionistas locales, sin perjuicio de las reglas aplicables a determinado tipo de inversiones.

De igual forma y de cara al sistema de enrutamiento del MILA, el mencionado Decreto consagra que cuando se trate de operaciones transnacionales realizadas en desarrollo de acuerdos de integración de bolsas de valores de que trata el Capítulo Segundo del Título Sexto del Libro Quince de la Parte Segunda del Decreto 2555 de 2010 o la norma que lo modifique o sustituya, los depósitos centralizados de valores locales cumplirán las obligaciones de registro o información que sean del caso, de conformidad con lo exigido por el Banco de la República y la Superintendencia Financiera de Colombia, como bien se pudo establecer en la demarcación de los contenidos mínimos de los acuerdos llamados a suscribir.

El tema de registro de las inversiones de portafolio en divisas deberá realizarse con la respectiva declaración de cambio correspondiente a su canalización a través del mercado cambiario ante el Banco de la República según el procedimiento establecido por dicha entidad, obligación que estará a cargo del inversionista colombiano o quien represente sus intereses

4. ANÁLISIS JURÍDICO DEL “ENRUTAMIENTO INTERMEDIADO” COMO INSTRUMENTO DE NEGOCIACIÓN EN EL MERCADO INTEGRADO

Al momento de demarcar los objetivos del presente trabajo de grado, se puso de presente el cuestionamiento relacionado con las bases que soportan el funcionamiento del proyecto de integración desde el punto de vista normativo, es decir, la norma que permite su existencia y en consecuencia la naturaleza jurídica del sistema de –enrutamiento intermediado- de cara a la coyuntura actual de los mercados en el marco de las sociedades comisionistas de bolsa. En el núcleo central de la discusión o investigación jurídica del presente capítulo, resulta importante centrar nuestro análisis de la mano con el proceso de globalización por el cual estamos atravesando actualmente y el intercambio y acceso a la información que este fenómeno implica, pues cómo se verá más adelante, se han consolidado diversos efectos en el ámbito jurídico, por lo que resulta importante resaltar las raíces jurídicas de la presente figura. No obstante, estos efectos sobre los cuales abordaremos en el presente capítulo, han generado el nacimiento de bases o fundamentos teóricos sobre los cuales se sustentan los procesos financieros económicos en el MILA, que deberán incorporarse al ordenamiento jurídico colombiano.

Con el fin de abordar el paradigma que nos ocupa, debemos comenzar por describir la manera cómo los mercados bursátiles de Chile, Perú y Colombia operarán entre sí, para finalmente establecer cuál es el fundamento jurídico que existe en Colombia, que permite la operatividad del mercado integrado entre estos tres países a través del sistema de –enrutamiento intermediado-. Para ello dividiremos el presente capítulo de la siguiente manera:

- Características y descripción del modelo de enrutamiento intermediado.

- Análisis de la naturaleza jurídica de los “convenios de enrutamiento” entre sociedades comisionistas de bolsa.

4.1. Características y descripción del modelo de enrutamiento intermediado.

Como bien se ha planteado a lo largo del presente documento, la primera fase del proyecto de integración de los mercados bursátiles de Chile, Perú y Colombia, se concentra una “integración tecnológica de los sistemas transaccionales”; durante ésta primera etapa, las sociedades comisionistas de bolsa como agentes intermediarios locales, podrán acceder a otras plazas bursátiles a través de – acuerdos o convenios- que se establezcan entre las sociedades comisionistas de bolsa de cada país con su respectivo homólogo extranjero. En este sentido, se pretenderá facilitar el acceso al mercado local por parte de los intermediarios extranjeros bajo la responsabilidad del intermediario local en la negociación, compensación y liquidación de las operaciones.

Este mecanismo se denomina “intermediado” porque en la práctica, el proceso de cumplimiento y liquidación de la operación financiera que se lleve a cabo, quedará en cabeza de la firma comisionista local, quien actúa como intermediario entre el cliente extranjero y la bolsa local. En este sentido, el paso que suprime en ésta primera fase, consiste en que el cliente local no necesitará contactar las sociedades comisionistas de los otros países para poder acceder a un valor extranjero. Lo anterior significa que las operaciones ante la bolsa de valores de cada país miembro figurarán a nombre de la sociedad comisionista local. Por lo tanto, las partes están llamadas a determinar o “reglamentar” por así decirlo, su relación en términos de límites o topes de las operaciones, garantías, transferencia de efectivo, comisiones, etc. Ésta última idea, supone para nuestro análisis una mayor profundidad a la hora de establecer cuál es la naturaleza jurídica tanto de la figura tecnológica como de los convenios que se suscribirán.

De igual manera, para efectos de conocer la información a la cual tendrán acceso los intermediarios locales, se tiene que cada bolsa administrará su propio mercado, pero la información de todos los mercados estará disponible en las pantallas transaccionales de cada uno de los países miembros. Este es un punto bastante importante a la hora de demarcar el deber de asesoría que tendrán de cara al consumidor financiero las sociedades comisionistas, pues el acceso como tal lo tendrán de primera mano dichas entidades, y luego éstas serán las encargadas de transmitirla a sus consumidores financieros conforme al deber de asesoría. De ésta manera podremos analizar la manera cómo influye este mecanismo de enrutamiento intermediado en el deber de asesoría que las sociedades comisionistas de bolsa tienen con sus consumidores financieros.

Así las cosas, para poder hablar propiamente del sistema de enrutamiento intermediado deberá existir de manera previa entre un intermediario local con un extranjero un “convenio” que le permita acceder de manera directa al sistema extranjero, que en el caso nuestro será al libro electrónico de órdenes entendido como el sistema estructurado por la bolsa e implementado por los intermediarios de valores, que permite canalizar las compraventas de manera transparente entre los consumidores financieros dentro del denominado mercado público de valores, es decir, a través de la Bolsa de Valores de Colombia.

Las ventajas de implementar un sistema como este entre las tres bolsas resulta conveniente pues se suprime el paso, como bien se expuso, de contactar de manera directa al intermediario extranjero por parte de los inversionistas, pues la orden de compra en el mercado bursátil se efectúa a nombre del intermediario local, quedando “oculta” por así decirlo, la identidad del inversionista que efectivamente impulsó la operación.

4.2. Análisis del soporte jurídico de la implementación del mecanismo de enrutamiento intermediado en Colombia

Durante esta primera fase, según se ha expuesto, supone negociaciones en el mercado de renta variable mediante el mecanismo anteriormente descrito. Bajo ésta perspectiva, se tienen varios interrogantes, ¿Existe una norma en el ordenamiento jurídico que permita la implementación del enrutamiento intermediado?; En caso de existir dicha norma bajo cualquier supuesto, ¿Cuál es la interpretación adecuada que debe surtirse a la luz de ésta nueva figura? ¿Dicha norma expresa claridad y es suficiente capaz de brindar el soporte normativo necesario? Estos interrogantes se abordarán a continuación con el único objetivo de aclarar las bases jurídicas sobre las cuales se ha construido este modelo de integración.

El capítulo 1º del título sexto del Libro XV del Decreto 2555 de 2010 denominado “El Listado de Valores Extranjeros en los sistemas de cotización de Valores del extranjero” abarca junto con otras disposiciones como el Reglamento General de la Bolsa de Valores de Colombia y la Circular Única Reglamentaria de esa misma entidad, las normas aplicables a las operaciones que celebren las sociedades comisionistas de Bolsa sobre valores extranjeros en sentido general, siendo este el punto de partida para enmarcar el desarrollo de la actividad de intermediación de valores en el contexto internacional en el panorama colombiano.

Partiendo de la definición de –Actividad de intermediación en el mercado de valores- aportada anteriormente, el artículo 2.15.6.1.1 del Decreto 2555 de 2010, expone el ámbito de aplicación del régimen sobre valores extranjeros, el cual propende por regular las actividades de negociación, listamiento, registro, custodia, administración, compensación, liquidación y transferencia para la adquisición o enajenación en el mercado secundario de valores listados en un sistema local de cotizaciones de valores extranjeros según lo establece el numeral 2º del artículo 7.1.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010.

Para efectos de entender y seguir con el análisis que nos ocupa, resulta necesario exponer qué se entiende por valor extranjero a la luz de la normatividad vigente, pero para llegar a ello es importante comenzar por aportar la definición de “valor” en sentido general y que encontramos de manera expresa en el artículo 2º de la ley 964 de 2005:

“Para efectos de la presente ley será valor todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público, incluyendo los siguientes:

- 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;
- j) Cualquier título de deuda pública.

(...)”

Teniendo presente la definición enunciada anteriormente, el artículo 2.15.6.1.2 del Decreto 2555 de 2010 nos expone de igual manera aquello que debe entenderse por –Valor extranjero- los cuales serán: *“Todos aquellos que han sido emitidos fuera del país por emisores nacionales o extranjeros bajo la regulación de un país extranjero...”*. En esa medida, los valores extranjeros solo podrán considerarse bajo dicha óptica, siempre y cuando hayan sido emitidos en el extranjero a través de los siguientes mecanismos:

- Por parte de instituciones u organismos multilaterales internacionales de carácter financiero.
- Por otras naciones o a través de sus bancos centrales.
- Por inscripción que se tenga vigente en un registro público de valores o listados en una bolsa de valores por parte de una Sociedad Comisionista de

Bolsa o en un sistema de negociación de valores internacionalmente reconocidos a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Bajo el contexto del MILA, se considerarán como valores extranjeros todos aquellos que puedan enmarcarse bajo los supuestos anteriormente mencionados, para que de ésta manera puedan negociarse a través del mecanismo de enrutamiento intermediado.

Teniendo clara la delimitación de los activos objeto de transacción en el mercado integrado latinoamericano, los cuales se restringen únicamente a valores de renta variable, surge un cuestionamiento adicional al de valor extranjero y es precisamente sobre lo que debe entenderse como –Sistema de Cotización de Valores Extranjeros-, el cual como bien se explicará, será el vehículo o instrumento mediante el cual se llevarán a cabo todas las operaciones, mirado inicialmente bajo un contexto preliminar de manera independiente para cada país, y que para la coyuntura del MILA implicará el mercado integrado de los tres países miembros, veamos:

El artículo 2.15.6.1.3 del Decreto 2555 de 2010 define el –Sistema de Cotización de Valores Extranjeros- como aquellos *“mecanismos de carácter multilateral y transaccional, a los cuales concurren los miembros o agentes afiliados al mismo, bajo las reglas, parámetros y condiciones establecidas en el presente y en el reglamento del Administrador del Sistema de Cotización de Valores Extranjeros, para la realización de operaciones sobre valores extranjeros listados en dichos sistemas y para la divulgación de información al mercado sobre tales operaciones...”*. En razón de ello, es importante aclarar que la figura del enrutamiento intermediado no puede enmarcarse bajo dicha categoría, en la medida que sus miembros o agentes afiliados solo podrán ser locales, por lo que el alcance de dicha definición no abarca el ingreso de intermediarios extranjeros como miembros.

Sin duda, la normatividad se quedaba corta al restringir solamente a los miembros de la bolsa local colombiana, la participación o acceso a los sistemas de cotización de valores extranjeros, por lo que, surgía de la mano con los avances tecnológicos la necesidad de construir e implementar un conjunto de normas que soportara el ingreso de otros países a través de sus agentes del mercado al nuestro y viceversa. El dinamismo de la normatividad se convertía cada vez más en un requisito para poder operar dadas las características y condiciones que un mercado como este tan sensible y cambiante supone, es decir, la actualización de las normas deberá ir a la misma velocidad que las nuevas invenciones económicas proponen. El cuestionamiento que surge, no solo para este caso en particular, consiste en la manera como se regularán los nuevos avances, es decir, hasta qué grado deberán enmarcar el contexto o coyuntura económica con el fin de evitar posibles vacíos o dar lugar a múltiples interpretaciones.

En virtud de lo anterior, podemos ver la necesidad que surge para todos los agentes que intervienen en este proyecto de integración, de contar con un cuerpo normativo lo suficientemente capaz de soportar los diversos cambios, responsabilidades y riesgos a la hora de su ejecución, por ejemplo, para Bolsa de Valores de Colombia como administrador del sistema directo y en general todas las entidades que intervienen en esta integración de mercados. Articular una idea de Sistema de Cotización en un mercado que supone la integración de las plataformas tecnológicas entre diferentes bolsas de valores a través del mecanismo de –Enrutamiento Intermediado–, se convirtió en un reto para nuestros legisladores que permitiera la vía libre de su ejecución.

La implementación de un mercado integrado a través del sistema de enrutamiento intermediado, no sólo se trata del montaje tecnológico, sino también de todas las normas tanto jurídicas como técnicas y procedimientos que desarrollan las entidades competentes y que a su vez tienen impacto en los distintos agentes que

intervienen en la integración. Teniendo en cuenta que actualmente la Bolsa de Valores de Colombia es la entidad encargada de administrar los diferentes sistemas de cotización para el mercado local, es importante resaltar de manera ilustrativa, que cada uno de sus sistemas de cotización guarda características propias de acuerdo a la clase de mercado o producto. Para el caso del mercado de renta variable, la Bolsa de Valores de Colombia maneja un sistema específico, que responde a las necesidades de los agentes que intervienen en él y que al mismo tiempo permite el desarrollo transparente y eficiente del mismo. Por lo tanto, este sistema al ser altamente calificado para garantizar el funcionamiento del mercado de renta variable en Colombia, es el mismo que se implementará para las operaciones de renta variable en Chile y Perú, lo cual beneficia a grandes rasgos la ejecución del Mercado Integrado entre dichos países, pues sus plataformas tecnológicas son afines y en esa medida, el sistema de cotización llamado a implementarse solo será susceptible de unas mínimas adecuaciones y no de nuevas creaciones o modificaciones que alteren la naturaleza del mismo en lo que respecta a la primera fase del MILA.

En este orden de ideas, y teniendo claro el panorama económico y técnico del proyecto, podemos entrar a demarcar el asunto objeto de análisis en el presente capítulo, el cual consiste en determinar el soporte normativo del MILA en Colombia. Como bien se expresó anteriormente el Decreto 2555 de 2010 regula en el Capítulo 1º- título 6º del libro XV el “Listado de Valores Extranjeros en los sistemas de cotización de valores del extranjero por medio de las sociedades comisionistas de bolsa” siendo este el soporte para la negociación de valores extranjeros a través de los intermediarios colombianos o sociedades comisionistas sin la preexistencia de convenios u otro mecanismo.

Esta posibilidad se remonta desde la Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores, hoy Superintendencia Financiera de Colombia, donde las sociedades extranjeras tienen la posibilidad de inscribir sus acciones en

el Registro Nacional de Valores y emisores. Por su parte, en el año 2009, mediante el decreto 3886 se crea el concepto de –Sistema Integrado de Cotización de Valores Extranjeros-, el cual consiste en la inscripción de una determinada cantidad de acciones de una compañía en una bolsa diferente extranjera a la de su inscripción original. En este sentido, el mencionado decreto regula precisamente las condiciones bajo las cuales los valores extranjeros no serán susceptibles de inscribirse en el Registro Nacional de Valores y Emisores (como lo establecía la Resolución 400 de 1995) sino mediante la inscripción directa en la Bolsa de Valores de Colombia o en un sistema transaccional aprobado como tal. A su vez, la norma establece como requisito indispensable que las acciones sean emitidas por sociedades extranjeras que se encuentren inscritas en una bolsa de valores reconocida internacionalmente a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia para que puedan negociarse los valores en Colombia.

Bajo esta noción de negociación de valores extranjeros, el decreto establece la restricción de adquisición de dichos valores solo para el público inversionista o consumidores financieros catalogados como inversionistas profesionales con el fin de brindar protección al público en general.

El procedimiento definido para generar la solicitud de listamiento de valores extranjeros se restringe de manera exclusiva a las sociedades comisionistas de bolsa en su calidad de miembros de la Bolsa de Valores de Colombia, las cuales se encuentran autorizadas para impulsar la inscripción correspondiente de un emisor extranjero ante el Sistema Integrado de Cotización de Valores Extranjeros. Así mismo, la sociedad comisionista que solicite el listado deberá cumplir con una serie de deberes y obligaciones encaminadas a suministrar al mercado la información relevante, financiera, económica y contable del emisor, además de las características, derechos y riesgos que conlleva la tenencia de los valores por parte de un inversionista en Colombia. Adicionalmente, todas las transacciones de

valores extranjeros en el Sistema Integrado de Cotización de Valores Extranjeros se deben llevar a cabo en una plataforma transaccional diferente a las demás que se tienen para otros mercados.

En Colombia, usualmente se contemplaban las siguientes formas de listar valores extranjeros en la Bolsa de Valores de Colombia:

- Mediante la inscripción de los valores en el Registro Nacional de Valores y Emisores y en Bolsa de Valores de Colombia directamente y cumplir con todas las obligaciones que establece el emisor local. En este evento, cualquier inversionista puede acceder a comprar estos valores, los cuales se negociarán en la misma plataforma de acciones que se utiliza para los demás valores locales.
- Mediante la inscripción de una porción de valores en el Sistema Integrado de Cotización de Valores Extranjeros, caso en el cual únicamente podrían ser adquiridas por inversionistas profesionales y se negociarían en una plataforma independiente.
- Mediante la alternativa de de –Recibos de depósitos-, conocidos en el mercado americano como “American Depositary Receipts (ADRs)”, adaptados al mercado colombiano. Es decir, una porción de valores emitidos en el extranjero se depositan en un custodio local y este a su vez emite recibos equivalentes a un determinado número de acciones del emisor extranjero.
- Recientemente con la implementación del “Mercado Global”, el cual permite la negociación e implementación de un sistema transaccional especial para las acciones de Pacific Rubiales y Canacol. Este sistema a grandes rasgos

consiste en el conjunto de valores extranjeros listados en la Bolsa de Valores de Colombia, que fueron emitidos en el extranjero por emisores nacionales o extranjeros bajo una regulación de valores diferente a la colombiana y cuyos valores no requiere que se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE). Dichos valores se negocian, compensan y liquidan a través de los sistemas administrados por la Bolsa de Valores de Colombia, mediante una rueda o sesión independiente y en esa medida, DECEVAL como depósito, será la entidad encargada de administrar estos valores a través de las cuentas que tiene con Custodios Internacionales. En consecuencia, el Colombia, el denominado “Mercado Global” solo está habilitado para inversionistas calificados como –profesionales- según la normatividad vigente.

El panorama anteriormente descrito obedece a las distintas posibilidades que se tienen para negociar valores extranjeros a través de nuestra bolsa local, la Bolsa de Valores de Colombia-. En el ámbito colombiano, a pesar de existir éstas posibilidades, ninguna de ellas se ajustaba a lo que se quería implementar en el Mercado Integrado Latinoamericano, ya que sus características técnicas, económicas y jurídicas no permitían que se enmarcara en ninguna de estas posibilidades, por lo tanto, en igual medida, la normatividad colombiana era insuficiente para atender la necesidad de un mercado mediante la unificación de plataformas tecnológicas.

Consciente de ello, mediante el Decreto 4087 de 2010 se adicionó el Capítulo 2º al título 6º del Libro XV al decreto 2555 de 2010 denominado el “*Listado de Valores extranjeros de renta variable en los sistemas de cotización de valores del extranjero mediante acuerdos o convenios de integración de Bolsas de Valores*”, bajo la categoría de Valores Emitidos en el Exterior. Este conjunto de disposiciones pretende abordar la figura implementada en el MILA. Sin embargo, a

continuación enunciaremos el análisis crítico respecto de la implementación que de manera sucinta aborda este capítulo adicional.

Como bien hemos podido demarcar, en el caso de la Integración de los mercados de Chile, Perú y Colombia, la calificación como valor extranjero de los activos transados se deriva de haber cumplido con el requisito de haber sido emitidos los valores susceptibles de ser transados por un emisor extranjero en una bolsa de valores reconocida internacionalmente por la Superintendencia Financiera de Colombia como lo son la de cada uno de los países miembros. En consecuencia, este sistema será aplicable a las diferentes operaciones que celebren las sociedades comisionistas de bolsa con los demás agentes extranjeros con quienes suscriban contratos o convenios de enrutamiento. Sin embargo si ahondamos en la norma que se refiere al mecanismo de “enrutamiento intermediado” se tiene lo siguiente:

“ARTÍCULO 2.15.6.2.3. La Superintendencia Financiera de Colombia tendrá la facultad de aprobar la parte especial de los reglamentos del respectivo Sistema de Cotización de Valores del Extranjero, en lo que se refieran a lo regulado en el presente capítulo, procurando como mínimo los siguientes objetivos:

1. Que la modalidad de las operaciones se ajusten a lo establecido en el respectivo convenio o acuerdo.
2. Que los inversionistas tengan acceso a la información pertinente y suficiente.
3. Que existan los acuerdos específicos que se requieran, tales como los que celebren los proveedores de infraestructura, y el de enrutamiento intermediado suscrito entre los intermediarios de valores locales y extranjeros para acceder a los respectivos sistemas.

PARÁGRAFO. La Superintendencia Financiera de Colombia podrá autorizar que las órdenes que reciban los intermediarios de valores locales no ingresen al libro electrónico de órdenes del intermediario de valores local, siempre y cuando se garantice el cumplimiento de los principios a seguir en el procesamiento de órdenes, establecidos en desarrollo del artículo 7.7.1.1.1 del presente decreto”.

La preocupación por contar con una normatividad lo suficientemente completa que permita demarcar los principales aspectos de la implementación de un modelo económico es el punto de partida para lograr abordar el presente análisis. A grandes rasgos, hemos definido que la regulación deberá ir de la mano de los

avances de un país, sobre todo cuando se trata de nuevos modelos económicos o tecnológicos con el fin de brindar seguridad jurídica.

El capítulo segundo del libro 6º del título XV que hace referencia al listamiento de los valores de renta variable en los sistemas de la Bolsa de Valores de Colombia mediante acuerdos o convenios de integración de bolsas de valores, no contempla de entrada bajo qué se implementará la puesta en marcha del sistema que implica el MILA. La conceptualización y entendimiento de la figura no se regula en el conjunto de normas que se construyeron para permitir la operatividad de ésta figura. Por el contrario, se aborda el tema del enrutamiento intermediado como un “objetivo” que debe cumplirse para poder construir los diferentes acuerdos entre los agentes que intervienen en el proyecto. Si tenemos en cuenta el significado de la palabra “objetivo”, este se entiende como un *“elemento programático que identifica la finalidad hacia la cual deben dirigirse los recursos y esfuerzos para dar cumplimiento a los propósitos”* o como *“propósito o meta que se propone a cumplir en un lapso definido de tiempo”* (ambos significados fueron obtenidos de www.wikipedia.com), vemos que la figura como tal más importante y medular para el óptimo desenvolvimiento del proyecto, se entiende como una finalidad o algo posterior que se llevará a cabo una vez se suscriban los distintos acuerdos o reglamentos entre los distintos agentes.

No queda claro con la lectura del artículo 2.15.6.2.3 del decreto 2555 de 2010 el instrumento mediante el cual se desarrollará el proyecto como tal, por el contrario, somete a la construcción y contenidos de los convenios la puesta en marcha y ejecución de la integración de los mercados, dejando en un segundo plano la conceptualización del enrutamiento intermediado. La manera cómo se circunscribe este concepto tecnológico en la norma aporta sus características esenciales, como su definición, características, riesgos, etc, que permitan delimitar por completo la manera cómo se desenvolverá durante el proyecto. Por lo tanto, no queda sujeto ni a la interpretación de los sujetos destinatarios de la norma, la adopción de un

acuerdo entre las sociedades comisionistas de bolsa en este sentido, pues como bien se expresó anteriormente, no se encuentra definido por el legislador este sistema innovador. Es decir, la descripción de ésta figura queda a disposición de los agentes mediante la suscripción de los respectivos acuerdos, dejando sin base normativa cada uno de ellos, pues la necesidad de atender un concepto como este supone una previa demarcación por el legislador y para el caso de la precitada norma, dicho mecanismo solo se entiende como un mero objetivo o resultado del proceso de construcción de dichos acuerdos o convenios.

Decir que son los convenios que se suscribirán, los encargados de regular por completo todas las relaciones que surgen en pro de éste proyecto es una idea equivocada, pues si bien supone una regulación alimentada por la autonomía de la voluntad, el legislador, en este caso, la Superintendencia Financiera de Colombia demarca unos lineamientos básicos, contenido que se explicará más adelante.

Las implicaciones que un sistema como este tiene en las sociedades comisionistas de bolsa colombianas son de gran importancia, en la medida que éstas están llamadas –entre otras obligaciones- a verificar que el intermediario extranjero tenga la capacidad legal, económica y operativa para cumplir con las operaciones consecuencia del ingreso de órdenes al sistema. Lo anterior significa que la sociedad no podrá oponer a la Bolsa o sus miembros excepciones derivadas del cumplimiento de cualquiera de sus intermediarios ya que ésta primera fase, como bien se advirtió no contempla por completo la desprendimiento de los sistemas, quedando entonces como única obligada la sociedad comisionista local, lo cual se traduce en que, ante cualquier incumplimiento de obligaciones por parte del agente en el exterior, el legitimado y llamado a responder ante la Bolsa de Valores y ante otros entes reguladores como administrador del Sistema, en el panorama Colombiano será la sociedad comisionista local. Esta característica es clave para delimitar el ámbito de ejecución de la primera fase y también para un acercamiento a la noción de –enrutamiento intermediado- desde el punto de vista

de la responsabilidad, donde si bien se concibe una integración, aún se conserva ese nivel de responsabilidad local a fin de analizar las posibles situaciones generadoras de incumplimiento, para con ello implementar una segunda fase más abierta y con más amplitud en el mercado en un futuro.

De manera comparativa y para efectos de ilustrar la manera como nuestro legislador adoptó la idea de mercado integrado y de sistema de enrutamiento intermediado, tenemos el caso de Perú. Mediante la Resolución de CONASEV No. 036 de 2011 se adoptó el “Reglamento del mercado integrado a través del enrutamiento intermediado”, construyendo para ello las definiciones que el ordenamiento colombiano no posee:

“Artículo 1.- Definición del Mercado Integrado y Enrutamiento Intermediado

1.1. Mercado Integrado es aquel que, en una primera fase permite a través del enrutamiento intermediado la interconexión entre la rueda de bolsa de la Bolsa de Valores de Lima con los sistemas de negociación de mercados de valores extranjeros, así como la interconexión entre las respectivas centrales de depósito de valores con la finalidad de realizar la oferta secundaria de valores de renta variable, intermediación en operaciones al contado, compensación, liquidación, registro y custodia de valores negociados en dichos sistemas.

1.2. Enrutamiento intermediado es el mecanismo que comprende los procedimientos y tecnología diseñados y desarrollados por la Bolsa de Valores de Lima con las entidades administradoras de sistemas de negociación de valores extranjeros, con el fin de posibilitar la interconexión entre la rueda de bolsa de la Bolsa de Valores de Lima con dichos sistemas de negociación.

En ese marco, el enrutamiento intermediado debe permitir que:

1.2.1. Los intermediarios de valores extranjeros ingresen órdenes o propuestas sobre valores negociados en la rueda de la BVL, a través de intermediarios locales, para la negociación, registro, compensación y liquidación de operaciones, y que;

1.2.2. De modo recíproco, las sociedades agentes de bolsa ingresen órdenes o propuestas sobre valores transados en sistemas de negociación extranjeros del mercado integrado, a través de los intermediarios que operan en tales sistemas de negociación; para la negociación, registro, compensación y liquidación de operaciones.

En ambos casos el enrutamiento intermediado supone que el cumplimiento y todo lo relativo a las operaciones realizadas en determinado sistema de negociación, es de responsabilidad del intermediario autorizado a operar en ese sistema de negociación y a cuyo nombre se intermedian las operaciones.

Artículo 2.- Objeto.-

2.1. El presente reglamento tiene por objeto establecer las condiciones, requisitos, obligaciones, aspectos funcionales y operativos que deben acreditarse para que CONASEV autorice la interconexión entre la rueda de bolsa de la BVL con los sistemas de negociación de mercados de valores extranjeros así como la interconexión entre una o más centrales de depósito de valores.

2.2. Asimismo desarrolla las disposiciones aplicables a lo relacionado con las operaciones realizadas en el mercado integrado, las personas intervinientes en tales operaciones y a los procedimientos de supervisión y control.

2.3. Las operaciones del mercado integrado comprende la oferta, los valores objeto de negociación en la rueda de bolsa de la Bolsa de Valores de Lima, la intermediación, negociación, compensación, liquidación, registro, custodia, y los correspondientes mecanismos y procedimientos de supervisión y control.”

Lo anteriormente expuesto, para terminar el presente aparte del capítulo que nos ocupa es una muestra sencilla pero determinante que nos ilustra la falta de regulación en nuestro ordenamiento jurídico, en tanto carecemos de la construcción normativa de los conceptos más importantes e influyentes dentro del contexto MILA.

4.3. Análisis de la naturaleza jurídica de los convenios de enrutamiento intermediado

La categoría específica que permite la puesta en marcha de Sistema de Mercado Integrado, como bien se ha venido mencionando es el denominado –Enrutamiento intermediado-, actividad que se llevará a cabo a través del desarrollo de unos “convenios” de enrutamiento que suscriban las Sociedades Comisionistas de Bolsa con los diferentes intermediarios extranjeros reconocidos como tal y que desarrollen la actividad de corredores de bolsa. Esta figura atípica y novedosa en la normatividad colombiana dará pie para que pueda llevarse a cabo la implementación de la integración de las bolsas. Bajo esta nueva figura, se abordará un análisis jurídico más adelante, centrado en la demarcación de la naturaleza jurídica de dichos convenios.

En primer lugar, resulta pertinente exponer los principales efectos que supone la puesta en marcha de la integración de las plataformas tecnológicas bursátiles, los cuales nos llevarán finalmente al análisis sobre la naturaleza jurídica de los convenios entre los intermediarios del mercado de valores que posibilitan la ejecución del proyecto:

- La intervención y compraventa de los valores de renta variable que se pretenden negociar en el mercado público de valores de cada país extranjero perteneciente al convenio, será de manera directa, es decir, el intermediario extranjero estará en la capacidad de ingresar la orden de compra o de venta de un valor inscrito en la bolsa extranjera. No será necesario un referenciamiento del cliente hacia la entidad extranjera, sino todo lo contrario, será el intermediario quién realice todos los procedimientos pertinentes en desarrollo del contrato de comisión.
- Toda la responsabilidad acerca del conocimiento del cliente recae sobre el intermediario local, siendo este un punto crucial ya que todas las operaciones y negociaciones que se realicen de manera directa quedarán a nombre del intermediario extranjero, manteniendo la identidad del inversionista final “oculta” y de ésta manera quién realmente cumple con las obligaciones principales serán los intermediarios del mercado de valores de cada país con respecto al otro.

Teniendo en cuenta las implicaciones anteriormente señaladas, podemos ahora sí, expresar los interrogantes que hemos planteado desde un comienzo relacionados con la naturaleza jurídica de los convenios de enrutamiento entre los intermediarios y las posibles dificultades que ello implica en nuestro ordenamiento jurídico.

Denominar “convenio” a la relación jurídica que existirá entre los intermediarios del mercado de valores o sociedades comisionistas de bolsa supone en virtud del principio de la autonomía de la voluntad, la existencia entonces de un acuerdo de voluntades mediante el cual cada una de las personas jurídicas, que para este caso serán las sociedades comisionistas de bolsa de cada país miembro, deberán establecer su contenido teniendo en cuenta los lineamientos dispuestos por el Gobierno Nacional a través de la Superintendencia Financiera, para el caso colombiano. La denominación del acuerdo de voluntades, en definitiva no es objeto de preocupación en el presente análisis, por el contrario, se trata de encontrar la verdadera voluntad de las partes al construir un acuerdo como estos, ya que como hemos podido establecer, la integración de los mercados de estos tres países tienen implicaciones que pueden llegar a afectar de manera directa e importante el orden nacional en materia económica.

A la luz de las categorías jurídicas que se han adoptado en el ordenamiento colombiano, tenemos varias opciones a la hora de suponer cual será realmente la intención de las sociedades comisionistas de bolsa al suscribir estos convenios. En este sentido, podemos afirmar que se trata de un negocio jurídico de carácter bilateral en el cual ambas partes se están obligando de manera recíproca a unas obligaciones tanto imperativas, impuestas por el Gobierno Nacional como supletivas, según el contenido específico y demarcación que cada una de las partes desee incluir en los convenios.

En esa medida, no se trata entonces de un acuerdo de simple colaboración entre naciones, dónde de manera recíproca les es permitido acceder sin ninguna restricción a sus plataformas tecnológicas para celebrar operaciones en virtud de un contrato de comisión previamente suscrito con los inversionistas de cada país. Existen obligaciones que no pueden desconocerse ni mucho menos los efectos que cada uno de estos acuerdos generará en las partes involucradas ya que sus contenidos mínimos apuntan a grandes rasgos hacia una definición de contrato de

corresponsalía pero en un grado diferente que excluye los dos aspectos distintivos de la figura del enrutamiento que son el referenciamiento del inversionista al intermediario y el deber de asesoría que se encuentra en cabeza del intermediario local. En contraposición con lo anterior, se tiene que en los contratos de corresponsalía existe precisamente ese referenciamiento por parte del intermediario hacía una entidad del extranjero sin brindar ninguna clase de asesoría de los productos que en ella se ofrece. La obligación que tiene el intermediario es servir de canal para redireccionar clientes a un intermediario extranjero precisamente por la no existencia de ésta clase de convenios con las bolsas de otros países. Se dice entonces que se trata de un contrato de corresponsalía porque hace necesario que exista un homólogo extranjero en los países miembros como condición para que puedan celebrarse operaciones de manera recíproca. Bajo el modelo de integración de plataformas tecnológicas, surge entonces una especie al contrato de corresponsalía que implica un referenciamiento en principio solo con efectos para las sociedades comisionistas de bolsa de cada uno de los países que se acojan a los beneficios que supone poner acceder de manera directa a mercados extranjeros. Para algunos, la categoría jurídica que suponen los convenios se enmarca dentro de ésta figura, que para efectos del presente análisis se reconoce que guardan similitudes, pero que resulta incorrecto o poco pertinente referirnos a contratos de corresponsalía con ocasión del MILA.

En este sentido, resulta pertinente analizar el contenido de los acuerdos que ha definido la Superintendencia Financiera de Colombia para las sociedades comisionistas de bolsa:

Como agentes intermediarios y responsables de la canalización de las órdenes impartidas por los inversionistas, las sociedades comisionistas de bolsa están llamadas a tener un campo más activo en cuanto al nivel de responsabilidad y asesoría que deben tener con todos los agentes participantes. Así las cosas, los

convenios entre sus respectivos agentes equivalentes deberán nutrirse de los siguientes lineamientos generales definidos por el Gobierno Nacional a través de la Superintendencia Financiera de Colombia:

- Demarcación de los aspectos que definirán el ámbito de aplicación del Convenio, estableciendo para ello, el objeto, la finalidad y alcance. La enunciación de los diferentes conceptos que regirán se centran en los siguientes aspectos:
 - Condiciones Técnicas atinentes al tipo de operaciones que se pueden celebrar, de la realización de estudios de riesgo de contraparte y de capacidad operativa de la sociedad homóloga extranjera. Delimitar los mecanismos técnicos, operativos y administrativos para enrutar órdenes de conformidad con los protocolos de comunicaciones.
 - Enunciación de las diferentes condiciones económicas propias del convenio.

- Las obligaciones que consagran esta clase de convenios, deberán basarse en aquellos campos frente a los cuales están llamados a responder ante cualquier eventualidad teniendo en cuenta las características de ésta primera fase, las cuales podemos enunciar de la siguiente manera:
 - Deberán velar por el cumplimiento de la legislación local, implementando controles que eviten la realización de operaciones no autorizadas en el mercado integrado.
 - Garantizar que sus funcionarios conozcan la operatividad del mercado resultante de los acuerdos de integración, sus normas de negociación, compensación y liquidación. El cumplimiento de dicha obligación marcará la diferencia en las relaciones que se construyan a futuro no solo con los demás participantes del proyecto sino con los diferentes inversionistas teniendo en cuenta, para el caso de Colombia, que deberán tenerse presentes las reglas referentes a la protección del consumidor financiero,

las cuales propenden porque al interior de cada una de las entidades con participación activa en el mercado de valores fomenten la educación financiera a través de los distintos canales de información.

- Acatar las instrucciones impartidas por las Bolsas y Depósitos de Valores.
 - Implementación de procedimientos, acuerdos de servicio, canales o sistemas de suministro de información necesarios para el cumplimiento de los deberes de las sociedades comisionistas de bolsa locales y/o de las sociedades homólogas extranjeras, con sus respectivos consumidores financieros y autoridades competentes.
 - Obligaciones sobre el manejo de información en cuanto a su propiedad, confidencialidad y custodia.
 - Inclusión en el contrato de mandato que suscriban con sus clientes la declaración de sometimiento a las normas que regulan la negociación de valores en Colombia.
- Determinación de condiciones bajo las cuales, la sociedad comisionista local tendrá la facultad para suspender el acceso de su agente equivalente en el exterior para ingresar órdenes, teniendo en cuenta posibles circunstancias de riesgo.
 - La inclusión de una cláusula general de responsabilidad, en la que se determine que la sociedad comisionista local es responsable del cumplimiento de las operaciones ordenadas por la sociedad comisionista extranjera. Es de anotar que en dicha cláusula no podrá alegarse la falta de provisión de fondos, por parte de la sociedad como tal o de sus clientes. Lo anterior, sin perjuicio de la responsabilidad propia de la sociedad comisionista extranjera frente a la sociedad comisionista local.
 - Delimitación de la vigencia del convenio, estableciendo las causales de terminación del mismo, de acuerdo a la legislación vigente.
 - Atender los requerimientos de los diferentes organismos competentes en materia de control y vigilancia.

- Cumplir con la normatividad referente a la prevención y control del lavado de activos y financiación del terrorismo, de acuerdo al régimen legal de cada país.

5. DEBER DE INFORMACIÓN Y NIVEL DE ASESORÍA DE LAS SOCIEDADES COMISIONISTAS DE BOLSA

El presente capítulo pretende exponer la importancia o relevancia para el mercado de valores sobre el deber de información en relación con el nivel de asesoría dentro del contexto MILA. Para ello, se expondrá la normatividad que regula este tema y que aporta la noción de asesoría con el fin de establecer el objeto de la misma y su ámbito de aplicación en el MILA. Adicionalmente, se revisará el impacto que tiene la normatividad que en materia de asesoría se tiene, en relación con las carteras colectivas, las cuales si bien no son consideradas como un valor (en sentido general, pues existen carteras que se encuentran inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores –RNVE- cuyas participación en las mismas significa tener tratamiento como emisor), éstas implican un despliegue de asesoría importante para los inversionistas.

En este sentido, el presente capítulo se centra en conectar los parámetros y lineamientos bajo los cuales deberán regirse las sociedades comisionistas de bolsa, con respecto a la información y asesoría que transmiten con ocasión del MILA, partiendo de la base que los destinatarios de la misma se traducen en inversionistas o consumidores financieros tanto locales como extranjeros. Lo anterior, nos muestra que existe en cabeza de las sociedades comisionistas de bolsa un deber de información cuya participación, como bien quedó expuesta en capítulos anteriores, se expresa en los distintos convenios que suscriban los agentes que intervienen en el MILA. En consecuencia, todos los intermediarios de valores, en su calidad de entidades vigiladas y sujetas al control y supervisión de la Superintendencia Financiera de Colombia, deberán tener presente las clases de consumidores financieros o clientes y productos a ofrecer en este nuevo mercado para de ésta manera definir el nivel de asesoría al cual están obligados.

Con ocasión de la expedición del Decreto 4939 de 2009 por parte del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (Hoy derogado e incorporado en el Decreto 2555 de 2010), se quiso regular el tema de la asesoría como una manera de contrarrestar las diferentes prácticas informales que se estaban llevando a cabo en el mercado de valores y de ésta manera restringir el ofrecimiento de los distintos productos y servicios que un mercado como éstos ofrece, solo a las entidades autorizadas para ello, para de ésta manera no poner en riesgo el ahorro del público que se canaliza a través de este mercado.

En este sentido, la norma es clara al determinar que la asesoría que se brinda por parte de las entidades a través de sus funcionarios es considerada como – Operación de intermediación de valores-, por lo que ésta solo podrá prestarse a través quién está autorizado para ello, es decir, los diferentes intermediarios de valores. Lo anterior implica, que una vez entendida como una operación de de intermediación, estará sujeta a la vigilancia y control por parte de las autoridades competentes para ello, como lo son la Superintendencia Financiera de Colombia y el Autorregulador del Mercado de Valores.

En virtud del manejo de recursos que en sentido general implica desarrollar una actividad como ésta por parte de todos los intermediarios de valores y la experiencia que ello implica tanto de manera nacional como internacional, como bien se dijo anteriormente, resulta importante que el Estado a través de su potestad reglamentaria intervenga en la construcción de normas en sentido general, aplicables al mercado de valores con el fin de proteger el ahorro del público y en esa medida poder contrarrestar cualquier práctica informal que pueda presentarse.

En este orden de ideas, comenzaremos por definir lo que la Doctrina en Colombia entiende como asesoría en general, y de ésta manera poder aterrizar más adelante este concepto en relación con el MILA. En este sentido, la asesoría se ha

entendido como una actividad que *“tiene un mayor contenido obligacional que la mera información y demanda del profesional al suministrar opiniones fundamentadas sobre las materias objeto de su labor, con el fin de ilustrar al cliente respecto de las distintas alternativas con que cuenta y de orientarlo en sus decisiones y escogencias (...)”* con el objeto de *“incitarlo o a tratar de persuadirlo para que adopte la solución que parezca más conveniente para él”*¹⁷.

Siguiendo ésta línea, encontramos que la asesoría es entendida como una actividad de intermediación según lo aportado por el artículo 7.1.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010 (Anterior Decreto 4939 de 2009) como bien se expresó anteriormente. Dicha disposición consagra, que la asesoría frente a la adquisición o enajenación de los valores que se encuentran inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores- RNVE- o de valores listados en un sistema de cotización de valores extranjeros, encuentra cabida para la puesta en marcha del Mercado Integrado Latinoamericano –MILA-, al igual que las actividades de ofrecimiento de los servicios tendientes a negociar, tramitar, gestionar, administrar, u ordenar operaciones de intermediación de valores (Artículo 7.1.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010). En esa medida, la actividad de “asesorar” es catalogada como operación de intermediación la cual solo podrán desarrollar las entidades que se encuentren sometidas a la inspección, vigilancia y control de la Superintendencia Financiera de Colombia. En razón de lo anteriormente expuesto, es importante mencionar que dicha asesoría brindada por los intermediarios, se extiende de manera exclusiva a las personas naturales que se encuentran inscritas en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores, con la respectiva modalidad de certificación acorde con la asesoría que ejercen atendiendo a la clase de productos o servicios que están llamados a ofrecer. Esta asesoría puede considerarse como una noción alterna a la entendida en sentido general del concepto de asesoría, ya que implica una certificación, requisito que habilita a la

¹⁷CÁMARA DE COMERCIO DE BOGOTÁ. Laudo Arbitral, 31 de julio de 2000. Beneficencia de Cundinamarca contra Fiduciaria Central S.A.

persona natural para brindar asesoría y en caso de no contar con ella, se derivan consecuencias ante los respectivos entes de control. Sin embargo, para efectos prácticos entenderemos que la asesoría brindada por las personas naturales vinculadas a los intermediarios constituyen una misma clasificación entre los demás agentes del mercado.

El Autorregulador del Mercado de Valores –AMV- de manera tradicional ha considerado que la asesoría debe entenderse como un conjunto de “numerosas actividades” que deberán clasificarse, con el fin de excluir aquellas que no se encuentran bajo ésta definición y aquellas que por el contrario encuentran cabida en dicho concepto. Por lo tanto, deberá verse en el sentido natural de la misma, según la definición de la Real Academia Española –RAE- como la actividad encaminada a “dar consejo o recomendaciones”-idea que guarda semejanza con la aportada por la Doctrina. En este sentido, el precitado decreto 4939 de 2009, hoy incorporado al decreto único 2555 de 2010, podemos inferir que hace alusión a cualquier clase de recomendación o mensaje a través del cual se muestren los distintos beneficios y desventajas de una operación en el mercado de valores previamente considerada como actividad de intermediación, por lo que solo podrá ser prestada por las entidades consideradas como intermediarios de valores.

AMV en sus documentos relacionados con las sanas prácticas que deben implementarse en el mercado de valores, ha resaltado los siguientes criterios que ayudan a determinar cuando estamos ante la actividad de brindar asesoría en el mercado de valores:

- El carácter de “profesional” de la asesoría brindada, implica de cierta manera, la prestación de un servicio con una contraprestación, remuneración o beneficio comercial para quien la adelanta. Lo anterior, para el caso de las sociedades comisionistas de bolsa, se traduce en el contrato de comisión, el cual trae inmerso las distintas obligaciones, entre

ellas la comisión que deberá ser pagada por el inversionista en desarrollo del mismo.

- La actividad de asesorar deberá implicar necesariamente la adquisición o enajenación de valores. Sobre este punto vale advertir que para el caso de brindar asesoría cuando se trate de carteras colectivas no inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores, el precitado decreto no cubre esta clase de producto, se limita entonces a la asesoría que deberá tenerse frente todo aquello que sea considerado como “valor”. Sobre este punto específico también centraremos nuestro análisis, ya que para el inicio de operaciones en el MILA por parte de la mayoría de sociedades comisionistas de bolsa, el vehículo de inversión por excelencia llamado a implementarse inicialmente (por lo menos durante ésta primera fase) son precisamente las carteras colectivas. Por lo tanto, nuestro análisis frente al tema de asesoría en carteras colectivas deberá encaminarse hacia las normas que de este tema se tienen en el decreto 2555 de 2010.

El segundo criterio anteriormente mencionado, centra nuestra atención frente al tema de la asesoría, ya que puede constatarse un vacío normativo en este aspecto para “otros” productos, como lo son las carteras colectivas que no se encuentran registradas en el Registro Nacional de Valores y Emisores- RNVE-. En esa medida, las normas relativas a las carteras colectivas consignadas en el decreto 2555 de 2010 (Artículo 3.1.1.1.1 y siguientes) no delimitan la manera cómo deberá ser la asesoría, partimos entonces de la remisión al artículo 7.1.1.1.3 en el que efectivamente se enuncia la calidad de actividad de intermediación cuando se trata de asesorar en valores. Por su parte, el conjunto de normas establecidas en el decreto 2555 de 2010 relacionadas con carteras colectivas solo suponen una regulación en materia de –Revelación de información- en su artículo 3.1.7.1.1, siendo ésta una figura completamente distinta al concepto de asesoría como tal, que como bien lo mencionamos, asesorar implica “dar consejo o

recomendaciones”. Por lo tanto, desde ahora mencionamos que no pueden confundirse ambas figuras, idea que se explicará más adelante.

Por su parte, el artículo 7.1.1.1.3 del decreto 2555 de 2010 que incorpora el artículo 1.5.1.3 de la Resolución 400 de 1995, sustituido por el artículo 10 del decreto 4939 de 2009, como bien se expresó al comienzo del presente capítulo, nos proporciona una idea de asesoría (aunque no la define) restringiendo de ejercer dicha actividad solo para los intermediarios de valores y para valores que se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores. Lo anterior supone una segregación frente a las carteras colectivas que se encuentran inscritas y aquellas que por el contrario no lo están, siendo las primeras aquellas que tienen la calidad de emisoras de valores; lo cual supone una dificultad para las carteras que no se encuentran inscritas en el registro por no ostentar dicha calidad, quedando éstas por fuera del ámbito de aplicación de la norma. Para el caso de las carteras colectivas, vehículo de inversión que se ha implementado para la ejecución del proyecto MILA y que a su vez no se encuentren inscritas, se tiene entonces un problema a la hora de delimitar el nivel de asesoría que deberán tener las sociedades comisionistas de bolsa al ofrecer estos productos.

¿Cuál es el elemento que hace que una cartera colectiva sea emisora de valores? Sobre este elemento, nos basaremos para elaborar nuestro análisis jurídico relacionado con el vehículo de inversión llamado a implementarse de manera preliminar en el MILA. Dicha característica incide en la distinción que existe frente a las clases de carteras colectivas, las cuales pueden ser: abiertas, cerradas o escalonadas según el artículo 3.1.2.1.2 y siguientes del decreto 2555 de 2010. Al respecto, solo podrán considerarse bajo la calidad de emisoras de valores cuando éstas sean escalonadas y cerradas ya que la redención de sus participaciones se llevará a cabo una vez ocurra el plazo previsto en el reglamento de la cartera colectiva. En esa medida, cuando un inversionista decide invertir en esta clase de carteras, obtiene como representación de su inversión en un título que es considerado como –valor- con el fin de otorgarle liquidez y circulación del mismo

en un mercado secundario. Este aspecto es el que define la calidad de una cartera como emisora de valores, en tanto las unidades de participación estarán representadas en un valor que podrá ser transado en el mercado secundario a través de los mecanismos definidos por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Esta situación implica para el desarrollo del proyecto la carencia de un soporte normativo para aquellos productos que no se encuentren inscritos en el RNVE como las carteras colectivas que no son emisoras de valores, es decir aquellas que son abiertas, donde las redenciones podrán obtenerse en cualquier momento evitando cualquier situación de iliquidez en el inversionista. Por lo tanto, éstas solo estarán sujetas como bien se expresó anteriormente a la norma relacionada con la –Revelación de información-. Dicha disposición no puede confundirse con la idea o noción de asesoría que hemos demarcado en el presente capítulo, pues por el contrario, ésta norma trae inmerso solamente un aspecto objetivo frente a la obligación de suministrar información relacionada con las carteras colectivas. Para un mejor entendimiento, la norma establece lo siguiente:

Artículo 3.1.7.1.1 (Artículo 39 del Decreto 2175 de 2007). Mecanismos para la revelación de información.

Las sociedades administradoras deben obrar de manera transparente, asegurando el suministro de información de manera veraz, imparcial, oportuna, completa exacta, pertinente y útil.

Toda información deberá ser presentada en forma sencilla y comprensible para los inversionistas y el público en general. Las estipulaciones que impliquen limitaciones a los derechos de los inversionistas, deberán ser presentadas de forma resaltada y en letra fácilmente entendible.

Las sociedades administradoras deben abstenerse de dar información ficticia, incompleta o inexacta sobre la situación de las carteras colectivas bajo su administración, o sobre sí misma. Las sociedades administradoras deberán

mantener informados a los inversionistas sobre todos los aspectos inherentes a la cartera colectiva, por lo menos a través de los siguientes mecanismos:

1. Reglamento
2. Prospecto
3. Ficha técnica
4. Extracto de cuenta
5. Informe de rendición de cuentas

Un aspecto importante a considerar frente al tema de la asesoría para las sociedades comisionistas de bolsa, está relacionado con la diferencia que existe entre este concepto y el de suministro de información. La sutileza en cuanto a la diferencia de estos dos conceptos no puede confundirse ya que la asesoría trae inmerso un componente subjetivo en cabeza de quien la proporciona y el suministro o deber de información lleva implícito por el contrario un conjunto de factores objetivos relacionados con situaciones reales no sujetas a apreciaciones personales. Sin embargo, ambas figuras encuentran su punto de convergencia al momento de la toma de decisión en el inversionista, pues ambas inciden de manera directa en los intereses que pueda tener a la hora de invertir bien sea a través de valores u otros productos. Podemos afirmar que ambas figuras se complementan de una manera muy necesaria ya que implican dos momentos diferentes, pero que de la mano tienen efectos en las decisiones de los consumidores financieros en general. En virtud de lo anteriormente expuesto, podemos diferenciar la actividad de brindar asesoría en general con respecto al suministro de información, ya que en el primer caso existe un elemento adicional y es esa valoración objetiva que elabora el profesional con base en elementos de conocimiento debidamente estructurados sobre la información que se quiere transmitir. Por su parte, la información es el contenido o ese conjunto de datos que se quiere dar a conocer a alguien sin que exista la necesidad de elaborar apreciaciones por parte del interlocutor que la está transmitiendo.

En razón de lo anterior, resulta indispensable contrarrestar el contenido de las normas que aluden a la asesoría y a la revelación de información con respecto a la norma que hace referencia a la obligación de revelar información relevante por parte de los emisores, veamos:

Artículo 5.2.4.1.5 (Artículo 1.1.2.18. Resolución 400 de 1995 adicionado por el artículo 1º del decreto 3139 de 2006) 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 tomada 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.

(...)

La misma norma establece (sin ser taxativa) los diferentes eventos o situaciones que deberá reportar el emisor ante la Superintendencia Financiera de Colombia, los cuales se resumen en los siguientes aspectos:

- Situación financiera y contable del emisor: Hace alusión a variaciones en los activos, pasivos, o utilidades del emisor, número de acciones en circulación, dividendos, cambios relevantes en las tasas de interés, créditos obtenidos u otorgados (estos serán considerados como hechos relevantes en caso que superen un porcentaje del capital de la compañía), todo lo relacionado con los estados financieros, inversiones que se realicen en otras sociedades, cambios en políticas contables, condonación de deudas,

donaciones, permutas y aportes en especie. Estos temas en sentido general, hacen referencia a todos aquellos hechos que inciden de manera directa en las finanzas y situación patrimonial del emisor, la cual es importante conocer de primera mano y de manera centralizada a través de la entidad competente en su calidad de ente supervisor.

- Situación jurídica: ésta clase de información relevante nos demarca todas aquellos hechos o situaciones relacionados con la organización corporativa y régimen de administradores al interior de la compañía, como por ejemplo las decisiones que puedan tomarse a través de la asamblea general de accionistas o juntas directivas, reformas estatutarias, inicio de procesos judiciales o administrativos y en general cualquier situación relacionada con los accionistas.
- Situación comercial y laboral: Esta información hace referencia a la actividad principal u objeto social del emisor relacionada con cambios societarios, celebración o terminación de contratos relevantes para la organización de acuerdo al porcentaje establecido por la Superintendencia Financiera de Colombia, incursión de nuevos productos o servicios y situaciones laborales de cara a los distintos acuerdos con trabajadores o convenciones colectivas celebradas.
- Situaciones de crisis empresarial: la obligación existente de publicar esta clase de información hace referencia a los incumplimientos por parte del emisor que puedan presentarse, según los lineamientos trazados por la Superintendencia Financiera de Colombia y en general cualquier proceso concursal o de reorganización que implique una liquidación forzosa u obligatoria que altere el normal funcionamiento del emisor.

- Emisión de valores: la información relacionada con ésta actividad deberá encaminarse a brindar toda la información relacionada con ésta actividad, sus condiciones, posibles atrasos y calificaciones del riesgo de los valores que saldrán al mercado.

Así las cosas, el aterrizaje de ésta situación en la coyuntura que se presenta en el MILA, supone algunas dificultades en el sentido de que si bien solamente los emisores extranjeros tienen la obligación de reportar a nuestro ente de control toda la información relevante relacionada anteriormente, las sociedades administradoras de carteras colectivas que han implementado este vehículo de inversión para iniciar la primera fase del proyecto quedan completamente excluidas de reportar información en este mismo sentido a la Superintendencia Financiera de Colombia, en caso de que estas no sean consideradas como emisoras de valores. Solo estará sujeta a reportar de manera periódica información relacionada con los estados financieros de la cartera, y de manera previa la aprobación del reglamento como tal antes de su entrada en funcionamiento como principales obligaciones. Es por ello que la carga relacionada con la asesoría en cabeza de las sociedades comisionistas de bolsa para esta clase de productos resulta aún mayor en relación con sus inversionistas, pues se restringe a la información transmitida por los funcionarios de la sociedad administradora, aún cuando se trata de carteras colectivas cuyos activos financieros son valores emitidos en el exterior y de los cuales se tiene un grado de desconocimiento mayor que los nacionales. Bajo este contexto encontramos intereses contrapuestos de cara a la coyuntura que se tiene con el MILA: ¿Será en este caso la calidad de “valor” o que se trate de instrumento financiero que invierte en productos extranjeros lo que determina o sugiere la necesidad de reportar información relevante?

Lo dicho hasta este punto en relación con la información que debe reportarse ante la Superintendencia Financiera de Colombia por parte de las carteras colectivas emisoras de valores supone un problema de adecuación de la norma que regula el tema. Todo lo dicho anteriormente, debe entenderse sin perjuicio de otras obligaciones de actualización de información que tienen los emisores, en especial la de divulgar la información relacionada con la situación del emisor y su emisión, que habría sido tomada en cuenta por un experto prudente y diligente al comprar, vender o conservar los valores del emisor o al momento de ejercer los derechos políticos inherentes a tales valores.

La información relevante como bien se expuso, se encuentra establecida en el artículo 5.2.4.1.5 del Decreto 2555 de 2010 y al revisar el listado (que además no es taxativo) que contiene la precitada norma, encontramos que muchas situaciones de las allí contenidas no son pertinentes tratándose de carteras colectivas. Esa falta de pertinencia es reconocida por la misma norma, cuando indica en su párrafo 6º que para el caso de los fondos o carteras colectivas deberá tenerse en cuenta la naturaleza jurídica de las mismas, a efectos de evaluar la obligación de revelar información relevante de que trata esa norma. Esta directriz, en últimas permite entender que la información relevante de las carteras colectivas es solamente aquella que habría sido tomada en cuenta por un experto prudente y diligente al comprar, vender o conservar los valores del emisor o al momento de ejercer los derechos políticos inherentes a tales valores, más allá de la casuística contenida en la norma.

Es entonces imperativo entender que cada hecho que deba ser tenido en consideración por los inversionistas de las carteras colectivas que emitan valores como determinante de su decisión de inversión (en cualquiera de sus tres etapas: realización, conservación y liquidación) debe ser divulgado, así no se encuentre en el listado y además, entender que cada uno de los hechos mencionados en la norma debe ser entendido como relevante para la cartera colectiva en la medida que sea compatible con su naturaleza jurídica.

Por las razones expuestas, los cambios en el portafolio, el cambio en las relaciones de endeudamiento y las tasas de interés no son determinantes en nuestro concepto para que un inversionista decida realizar o mantener una inversión en las carteras colectivas, pero en cambio sí lo será aquella relacionada con una disminución importante en la valoración de la unidad de la cartera derivada de hechos diferentes a la dinámica propia del mercado, o la adopción de una reforma del reglamento, o la apertura de un nuevo compartimento o, en general, hechos o actos que puedan incidir en el inversionista y su estrategia de inversión.

Resulta pertinente en este punto preguntarnos si la información relevante de la administradora, es decir, de la sociedad comisionista, debe ser transmitida por la cartera colectiva al RNVE. Para efectos del presente análisis jurídico, se considera que sí debe serlo, siempre que sea relevante en función de la actividad de administración de la cartera colectiva y que esa información deba ser tenida en cuenta por el inversionista para evaluar su estrategia de inversión.

Por ésta última razón, lo dicho en el párrafo anterior no debe interpretarse como la afirmación de que la información financiera de la sociedad administradora deba transmitirse como propia de la cartera colectiva, sino que, por ejemplo, un hecho como la disolución, o el establecimiento de un instituto de salvamento sobre ella por parte del supervisor, o la pérdida de la autorización para administrar carteras colectivas, o la ocurrencia de un siniestro que impacte a las carteras colectivas directa o indirectamente o que afecte, incluso, la capacidad de administrarlas, debe, a no dudarlo, ser divulgado, por la cartera como información relevante.

Dicho esto, no está demás anotar que la transmisión de la información relevante debe ser oportuna y realizarse de conformidad con las normas previstas para el efecto por la Superintendencia Financiera de Colombia, advirtiendo que la misma normativa permite que, previa autorización del supervisor, cierta información se

mantenga en reserva de conformidad con lo señalado en el artículo 5.2.4.1.7 del Decreto 2555 de 2010.

En este orden de ideas es pertinente anotar lo siguiente: Al revisar el módulo de información relevante habilitado en la página de la Superintendencia Financiera de Colombia, hemos encontrado que las carteras colectivas distintas a fondos de capital privado no generan información relacionada con sus estados financieros. Eso se explica porque pese a que los fondos de capital privado tienen la naturaleza de carteras colectivas cerradas, su funcionamiento en relación con la remisión de información a la Superintendencia es diferente al de otras carteras colectivas, pues el numeral 13.4 del título 8 de la Circular Básica Jurídica señala que los fondos de capital privado no están sometidos a normas tan intensas sobre divulgación de información financiera tanto para sus inversionistas como para la Superintendencia Financiera de Colombia, razón por la cual, pese a ser portafolios igualmente vigilados, la información relevante toma importancia toda vez que ni el supervisor ni sus inversionistas están permanentemente informados sobre el estado financiero de tales esquemas de inversión.

En atención a lo atípico de las carteras colectivas en relación con la información financiera y relevante que les es exigible a los emisores de valores que tienen una estructura corporativa o una regulación especial que concrete el deber de informar, se sugiere que al interior de las sociedades comisionistas de bolsa se construya un documento de fácil comprensión que permita a los consumidores financieros conocer de primera mano los aspectos claves que determinan el vehículo de inversión con ocasión de la implementación del MILA en Colombia.

Así mismo, y en aras a abordar el riesgo legal con un criterio práctico de gestión, se sugiere como segundo punto a las sociedades comisionistas de bolsa, remitir los estados financieros de las carteras colectivas suscritos y certificados por un representante legal de la administración (especialmente quien lo sean en relación

con las carteras colectivas) y el contador que los haya preparado, así como las notas respectivas y el dictamen del revisor fiscal de la sociedad administradora.

Para terminar, debemos considerar el –profesionalismo- que reviste la administración de carteras colectivas por parte de cualquier funcionario competente para desarrollar dicha actividad vigilado por la Superintendencia Financiera de Colombia. En esa medida el artículo 3.1.1.1.2 del precitado Decreto, establece que las sociedades administradoras de carteras colectivas deberán actuar de manera profesional y con la diligencia exigible a un experto prudente y diligente para este tipo de encargo, obrando siempre bajo los lineamientos que establezca la política de inversión establecida y por su puesto teniendo en cuenta la clase de activos que administre. Este análisis de prudencia y diligencia por parte de la sociedad administradora de la cartera colectiva se realizará teniendo en cuenta la actuación al momento de seleccionar los activos que se van a invertir, independientemente si estos generan o no rendimientos económicos. Lo anterior, si bien demarca los sujetos que se encuentran habilitados para ofrecer ésta clase de productos, podemos afirmar que existe una posible salida, pero no suficiente, al vacío que encontramos frente al tema de asesoría para las carteras colectivas que no se encuentren inscritas en el RNVE, en tanto solo reviste de un carácter profesional a las entidades que las administran, pues deberán estar vigilados por la superintendencia y administrarla conforme el reglamento y la política de inversión, sin mencionar aspecto alguno sobre el inversionista que ha decidió canalizar sus recursos a través de un vehículo de inversión como este.

Teniendo en cuenta lo anteriormente expuesto, nos lleva al cuestionamiento de saber quiénes son los sujetos destinatarios de la asesoría y para ello, el Decreto 2555 de 2010 en sus artículos 7.2.1.1.1 y 7.2.1.1.2 nos proporciona la diferencia entre los mismos, veamos:

Es considerado como cliente *“quien intervenga en cualquier operación de intermediación donde participe un intermediario de valores”*, siendo claros que deberá existir como vínculo jurídico el contrato de comisión entre las partes anteriormente enunciadas para poder acceder al mercado de valores. En este sentido, el capítulo 26 del título sexto del libro XV en su artículo 2.15.6.2.4 es claro al permitirle tanto a inversionistas profesionales como aquellos que no tengan dicha calidad

Existen otra clase de sujetos destinatarios de asesoría o inversionistas considerados como “profesionales” en el mercado de valores, para ello, la misma norma establece que dicha calidad la tendrán los clientes que cuenten con la experiencia y conocimientos necesarios para comprender , evaluar y gestionar adecuadamente los riesgos inherentes a cualquier decisión de inversión. En consecuencia, el nivel de asesoría para esta clase de clientes resulta más bajo en relación con los clientes inversionistas no considerados como profesionales.

Sin embargo, para ser catalogado como inversionista profesional, la norma denota ciertos criterios objetivos: En primer lugar se mira el patrimonio del sujeto, el cual deberá ser igual o mayor a 10.000 SMMLV y al menos una de las siguientes condiciones:

- Ser titular de un portafolio de inversión de valores igual o superior a 5.000 SMMLV, el cual se determinará teniendo en cuenta los valores que se encuentren a nombre del cliente en un depósito centralizado de valores autorizado.
- Haber realizado de manera directa o indirecta 15 o más operaciones de enajenación o adquisición, durante un período de 60 días calendario, en un tiempo que no supere los 2 años anteriores al momento de clasificar al cliente.

El valor agregado de estas operaciones debe ser igual o superior al equivalente a 35.000 SMMLV.

En este orden de ideas, resulta conveniente establecer que los niveles de asesoría para el caso de la implementación del Mercado Integrado Latinoamericano por parte de las sociedades comisionistas de bolsa se incrementan en razón de la responsabilidad que siguen conservando para con sus clientes, dejando la advertencia que las inversiones efectuadas en cualquiera de los países miembros estarán regidas por las normas de aquellos y que por lo tanto, la responsabilidad en cabeza de las sociedades comisionistas de bolsa estará en brindar la información de manera transparente, clara y completa.

Si bien se trata de mercados diferentes al de Colombia, ciertamente implica por parte de aquellas personas que brindan la respectiva asesoría, contar con el conocimiento adecuado adicional respecto del funcionamiento de los mercados de Chile y Perú para el ingreso de órdenes a través del sistema de enrutamiento dispuesto para ello.

6. CONCLUSIONES

En materia de derecho financiero y particularmente en la adopción de reglas relacionadas con la implementación de sistemas de cotización de valores extranjeros, la regulación nacional resultó bastante insuficiente a la hora de realizar una demarcación general de las normas que habilitan la ejecución del sistema. No se logra por parte de la autoridad competente una construcción acorde a la necesidad de definir el sistema mediante el cual se adoptará la integración de los mercados.

En este sentido, yerra el legislador al proponer que en cabeza de los distintos agentes se construyan los convenios que regirán las relaciones jurídicas, de manera particular, entre las sociedades comisionistas de bolsa. Se deja en manos de estos la delimitación de las obligaciones, pese que a que la Superintendencia Financiera de Colombia demarcó unos lineamientos generales, los cuales resultarán insuficientes pues solamente aluden dan luces a lo que realmente es el MILA. Por lo tanto la labor de construcción jurídica en cabeza de estos agentes es mayor, sumado al nivel de asesoría que deberán tener con sus consumidores financieros.

La figura del enrutamiento intermediado considerada como novedosa jurídicamente se fundamenta claramente en la necesidad de contar con un sistema que proteja en razón del contrato de comisión, el ingreso de órdenes a través de entidades vigiladas y supervisadas como lo son, las Sociedades Comisionistas de Bolsa presentes en los tres países participantes del proyecto. Lo anterior aporta significativamente el desarrollo del mercado extranjero y de manear particular en todas las inversiones de portafolio que se lleven a cabo en el Mercado Integrado Latinoamericano-MILA. Sin embargo, la propuesta de este

sistema no trajo consigo la adopción correcta en nuestro ordenamiento jurídico, por lo que quedará al parecer en manos de la Bolsa de Valores de Colombia o del Autorregulador del Mercado de Valores la construcción de este concepto, en caso de ahondarse la necesidad de contar con él y estar a la par de los ordenamientos de nuestros homólogos extranjeros.

La implementación de productos como las carteras colectivas, no solo en desarrollo del sistema de enrutamiento intermediado en el MILA, supone vacíos normativos en relación con aquellas que suponen la calidad de emisoras y la obligación a la que están llamadas de reportar información relevante ante la Superintendencia Financiera de Colombia. Lo anterior, es una muestra más de la falta de normatividad determinante en este tema, dónde aparece un valor agregado que es la necesidad de brindar una asesoría adecuada en relación con la categoría de valor extranjero que ostentan los activos subyacentes que contienen estos vehículos de inversión.

El nivel de asesoría que puede atribuírsele a las Sociedades Comisionistas de Bolsa de cara a sus consumidores financieros debe responder a estándares de profesionalismo acompañados de un alto grado de conocimiento sobre el mercado, contando para ello con los medios necesarios para canalizar la misma al interior de las entidades. De manera particular, la implementación de un sistema de atención al consumidor financiero organizado y vigilado por la Superintendencia Financiera de Colombia es el instrumento idóneo para emprender programas de educación financiera, sobre todo en proyectos internacionales como este. Por otro lado, la separación de clientes o segmentación de los mismos ayuda a definir el nivel de asesoría que debe tenerse tanto en la etapa previa de su ingreso al mercado como en la ejecución del contrato de comisión, bien sea a través de encargos o impartir órdenes en relación con sus inversiones.

En este sentido, pueden constatarse entonces dos dificultades normativas respecto del MILA en Colombia: Por un lado tenemos la falta de conceptos jurídicos relacionados con lo que realmente se considera un sistema integrado a través del enrutamiento intermediado. La norma jurídica que se adoptó en Colombia resulta insuficiente al poner dicha figura como un simple objetivo, lo cual va en contra de cualquier interpretación jurídica que quiera dársele a la norma. En segundo lugar, encontramos el tema de asesoría de cara a la información relevante que están obligadas a transmitir las carteras colectivas consideradas como emisoras de valores, en tanto, la norma como se encuentra construida deja fuera de su ámbito de aplicación esta modalidad de inversión, tan importante para el contexto del MILA durante ésta primera fase.

La elaboración de un documento (Anexo) que pretende dilucidar cualquier ambigüedad con respecto al suministro de la información a los consumidores financieros es una de las soluciones propuestas en el presente trabajo de grado. Dicho documento se ha elaborado cautelosamente con el fin de mitigar cualquier riesgo legal que pueda materializarse en cabeza de las sociedades comisionistas de bolsa en relación con la inversión en carteras colectivas. De ésta manera, se estaría cumpliendo con el deber de asesoría que se tiene en el MILA con respecto a las inversiones que puedan realizarse a través de este mecanismo que contiene como activos subyacentes valores peruanos y chilenos.

BIBLIOGRAFÍA

AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES- AMV. Regulación. [En línea]. Disponible en: [http// www.amvcolombia.org.co](http://www.amvcolombia.org.co)

BERNAL FANDIÑO, Ricardo. Finanzas. En: La República. [En línea] Disponible en: http://www.larepublica.com.co/archivos/FINANZAS/2011-05-04/milalternativas-de-inversion-con-la-integracion-de-bolsas_127670.php. [Citado el 10 de mayo de 2011].

BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA- BVC. Regulación. [En línea] Disponible en: <http://www.bvc.com.co>- [Citado el 18 de abril de 2011]

COLOMBIA. ASAMBLEA NACIONAL CONSTITUYENTE. Constitución Política de Colombia 1991. Gaceta Constitucional No. 116 del 20 de julio de 1991.

COLOMBIA. BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Reglamento general de la bolsa de valores de Colombia.

COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 2555 de 2010. Por medio del cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones.

COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 2800 de 2000. Por medio del cual se expide el régimen general de inversiones de capital del exterior de Colombia y de capital colombiano en el exterior. Diario oficial No. 44205 del 25 de octubre de 2000.

COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 4800 de 2010. Por medio del cual se modifica el Decreto 2080 de 2000.

MARTÍNEZ NEIRA, Néstor Humberto. Sistemas Financieros. Biblioteca Felaban. 1994.

RENGIFO, Ramiro. Títulos Valores. p. 25-27.

SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA-SFC. Normatividad [En línea] Concepto No. 2007001419-001 del 6 de febrero de 2007. Disponible en: <http://www.superfinanciera.gov.co>.

ANEXO

Señores

CARTERA COLECTIVA _____

Como Suscriptor de la Cartera Colectiva _____, administrada por _____ (Sociedad Comisionista de Bolsa que administra la cartera) certifico que recibí, comprendo y acepto la información contenida en el prospecto de inversión y declaro y certifico que he sido informado por esta sociedad comisionista los siguientes hechos:

1. Las inversiones de la Cartera Colectiva _____ tienen un riesgo de mercado que pueden derivar en pérdidas de capital para el inversionista por determinadas situaciones propias de los mercados.
2. El portafolio de la Cartera Colectiva está compuesto principalmente por activos emitidos en el exterior según lo indicado en el respectivo Prospecto, que se transan en o a través de bolsas de valores extranjeras.
3. Que el desempeño de la cartera colectiva depende entre otros factores de las condiciones de mercado bursátil en los países o sectores en donde invierte y del comportamiento del mercado cambiario colombiano, debido a que las inversiones de la Cartera Colectiva se hacen en monedas diferentes al peso colombiano.
4. Que las obligaciones de la sociedad comisionista como sociedad administradora de la Cartera, son de medio no de resultado por lo tanto, la inversión en la Cartera Colectiva está sujeta a los riesgos de inversión derivados de la evolución de los precios de mercado de las inversiones que conforman el portafolio.
5. He sido informado(a) de los riesgos que asumo como cliente final de las operaciones que se celebran en virtud de las transacciones realizadas por la sociedad comisionista como administrador de la Cartera Colectiva a través de los diversos sistemas de negociación.
6. En los eventos en los que se hagan inversiones a través del MILA, acepto las características de funcionamiento que rigen el mercado integrado MILA.

7. Acepto someterme a la legislación y autoridades del país de origen de los valores en que invierta la cartera colectiva además de la colombiana.
8. Que debo anunciar a la sociedad comisionista cada una de las consignaciones o traslados realizados a la cuenta de la Cartera Colectiva como requisito indispensable para registrar la inversión.
9. Que el tiempo de preaviso que se aplica para cualquier retiro o cancelación de mi encargo en la cartera colectiva es de 2 días y el pago de los recursos se realizará al tercer día.

Cordialmente,

FIRMA EL CLIENTE