



Mecanismos de liquidez de valores

**Unidad
Proyección
Normativa
Estudios
Regulación
Financiera - URF**

Bogotá – Colombia
Agosto de 2024

**de
y
de**

Mariana Aya Guerrero
Subdirectora

Diana Carolina Mesa
Asesora

**Henry Alexander
Guerrero**
Asesor

Palabras Clave:

**Formadores de
liquidez, ventas en
corto, transferencia
temporal de valores,
financiación de valores,
programas de emisión
y colocación, emisores
recurrentes y asesoría.**





Resumen

El gobierno nacional tiene dentro de sus objetivos de política el fortalecimiento del mercado de capitales como un elemento e instrumento de crecimiento, desarrollo de la economía, fuente de financiamiento del sector productivo y un mecanismo de ahorro e inversión para los diferentes tipos de inversionistas del país. Adicionalmente, teniendo en cuenta la preocupación sobre la contracción reciente de la liquidez del mercado local, la agenda regulatoria de la URF incorporó un proyecto de decreto que promueva tanto el fortalecimiento de la base de emisores como la diversificación de inversionistas del mercado y por consiguiente la liquidez de este.

Por lo anterior, a partir de mesas de trabajo, procesos de análisis y discusiones sostenidas con la Superintendencia Financiera de Colombia, participantes del mercado y la industria, se presenta a continuación una serie de medidas encaminadas a promover el desarrollo del mercado de valores en Colombia y apuntando específicamente a aumentar la liquidez de los diferentes instrumentos que se negocian en este escenario con efectos esperados como: mejor formación de precios, facilidad de entrada y salida de inversionistas y fortalecimiento de la confianza de los inversionistas

La propuesta abarca una serie de temas relacionados con la ampliación y profundización de los programas de formación de liquidez, mejoras operativas en las operaciones de transferencia temporal de valores y de ventas en corto, promoción de la financiación de valores por parte de las sociedades comisionistas de bolsa, modificación en la herramienta para el tratamiento de los conflictos de interés en las operaciones con vinculados, promoción de la emisión de bonos por parte de los establecimientos de crédito, eficiencias para la actividad asesoría, entre otras.



Tabla de contenido

Resumen	2
Listado de acrónimos	4
1. Introducción	5
2. Justificaciones técnicas y revisión de regulación comparada	10
2.1. Formadores de liquidez	10
2.2. Ventas en Corto	15
2.3. Transferencia temporal de valores	23
2.4. Financiación de valores	27
2.5. Condiciones para emisores conocidos y recurrentes	28
2.6. Programas de emisión y colocación	30
2.7. Operaciones con vinculados en el mercado mostrador	34
2.8. Asesoría	35
2.9. Régimen de emisiones de bonos vs CDT	45
2.10. Armonización de normas sobre apalancamiento entre Fondos de Inversión Colectiva y Fondos voluntarios de pensión	48
2.11. Custodia de unidades de los Fondos de Inversión Colectiva abiertos	49
3. Alternativas regulatorias	50
3.1 Mantener las normas actuales	50
3.2 Propuestas de modificación a las normas vigentes	51
4. Comentarios recibidos	78
5. Bibliografía	79



Listado de acrónimos

BIS	Bank of International Settlements
BVC	Bolsa de Valores de Colombia
BVL	Bolsa de Valores de Lima
CMF	Comisión del Mercado Financiero de Chile
CNBV	Comisión Nacional de Banca y Valores de México
CSA	Canadian Securities Administrators
ESMA	European Securities and Markets Authority
FCA	Financial Conduct Authority
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
MIFID	Markets in Financial Instruments Directive
MIFIR	Markets in Financial Instruments Regulation
NYSE	New York Stock Exchange
SEC	Securities Exchange Commission
SFC	Superintendencia Financiera de Colombia
SMV	Superintendencia del Mercado de Valores de Perú
URF	Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera



1. Introducción¹

El Ministerio de Hacienda y Crédito Público, la Unidad de Regulación Financiera y la Superintendencia Financiera de Colombia reconocieron en el Documento de Política para un mayor desarrollo del sistema financiero² que el país necesita un sistema financiero robusto y dinámico, lo que implica entre otras cosas el fortalecimiento del mercado de valores. Lo anterior, teniendo en cuenta la contribución que de acuerdo con la literatura³ el desarrollo del mercado de valores puede hacer al crecimiento y el desarrollo económico, en la medida que financia la innovación y facilita la gestión del riesgo financiero.⁴

Para el gobierno nacional es un elemento fundamental del desarrollo del mercado de valores su democratización en dos sentidos: la existencia de fuentes de financiación adecuadas para empresas en todas las etapas de desarrollo y de instrumentos de inversión diversos que se ajusten a las necesidades y apetito de riesgo de los hogares. Ahora bien, para esta democratización se requiere contar con facilidades en canales y vehículos que de manera eficiente permitan la conexión entre la oferta y la demanda.

En esta línea en los últimos años, la Unidad de Regulación Financiera ha implementado medidas regulatorias que promueven la oferta con nuevos

¹ La elaboración de este documento y del proyecto de decreto que acompaña contó con contribuciones del equipo del Grupo de Promoción y Desarrollo del Mercado de Capitales de la Superintendencia Financiera de Colombia. Agradecemos especialmente los aportes de Sebastián Durán Méndez, Andrés Felipe García Hernández y Juan Sebastián Mejía Pérez.

² MHCP. (2021). Política Pública para un mayor desarrollo del sistema financiero.

³ Greenwood, J., & Jovanovic, B. (1990); Kumbhakar, S., & Mavrotas, G. (2008); Levine, R. (2004, 2005, 2018); Zhuang, G., Niimi, K., Riang, H., Khor, L.-M., & Bracey, H. (2009). Oprea, & Stoica (2018).

⁴ IOSCO. Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores



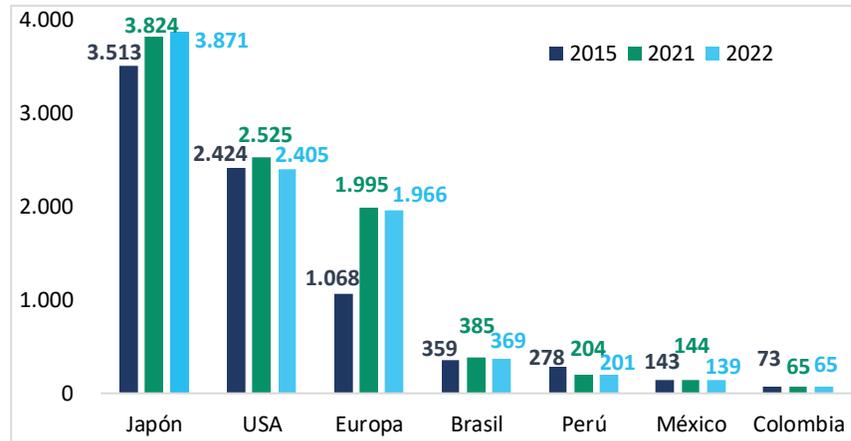
actores al como emisores a través de: i) la figura de financiación colaborativa (D 1357/18, D 1235/2020 y 2105/2023), ii) fondos de inversión colectiva y fondos de capital privado (D 1984/2018, D 053/2022); y iii) la habilitación de las SAS para emitir deuda (D 1235/2020). Por otro lado, se ha incentivado la demanda con: i) la actualización de la clasificación de inversionistas (D 1291/2020), ii) el fortalecimiento del custodio como agente de transferencia y en general de las operaciones de préstamo de valores (D 1351/2019), y iii) la actualización integral de la regulación de fondos de inversión colectiva (D 0265/2024).

A pesar de las múltiples iniciativas implementadas desde el frente regulatorio, las preocupaciones sobre el tamaño, profundidad y liquidez señaladas por la Misión del Mercado de Capitales de 2019⁵ se han incrementado. Como se evidencia en la Gráfica 1, el número de emisores en Colombia en términos comparativos a otros países de la región como Perú y Chile es significativamente menor y ha decrecido más de 10% en el periodo comprendido entre 2015 y 2022. Consecuentemente, la representatividad de la capitalización bursátil sobre el PIB para el cierre de 2022 es de 19,6%, mientras que Chile este indicador asciende a 53,9%.

⁵ Libro Misión del Mercado de Capitales.



Gráfica 1. Evolución número de emisores en diferentes países



Fuente: World Federation Exchanges

En la misma línea y como se evidencia en la Gráfica 2, los montos negociados y la cantidad de operaciones de contado en la última década presenta una tendencia decreciente tanto para el segmento de renta fija como para el de renta variable y que solo en el caso del segmento de renta fija se exceptuó en 2023 por la coyuntura de tasas de interés de la economía.

Gráfica 2. Evolución número de operaciones y montos negociados en el mercado secundario

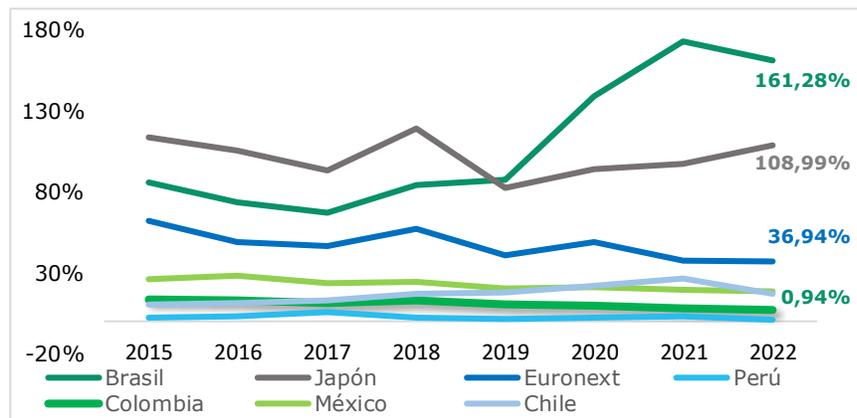


Fuente: BVC



Esta situación se ha reflejado también en indicadores de liquidez del mercado como el índice de rotación accionario, que como se muestra en Gráfica 3, es en el caso colombiano solo superior al del mercado peruano, e inferior a otros países de la región como México y Chile.

Gráfica 3. Evolución índice de rotación accionario en diferentes países



Fuente: World Federation Exchanges

Considerando particularmente la evolución de la liquidez de los valores locales, que además resulta ser una variable fundamental para la clasificación de mercados por parte de generadoras de índices como MSCI o FTSE y siguiendo la hoja de ruta establecida por la política para un mayor desarrollo del sistema financiero, se presentan en este documento y en la propuesta normativa que acompaña, el conjunto de intervenciones normativas que pretenden promover no solo productos relacionados directamente con la liquidez, sino también generar eficiencias que faciliten el ingreso de nuevos emisores y diversificar la base de inversionistas del mercado de valores colombiano.

La estructuración del conjunto de propuestas que se presentan a continuación ha contado con la participación de la industria y entidades estatales como la Superintendencia Financiera de Colombia en múltiples mesas de trabajo. Con la finalidad de dar cumplimiento a las disposiciones normativas sobre la



expedición normativa, se pone a consideración del público en general y se invita a la participación con los comentarios que se consideren pertinentes.

Así las cosas, en la sección 2 se encuentra desarrollado el contexto actual tanto regulatorio como de mercado de cada uno de los temas a intervenir en la propuesta regulatoria y en la sección 3 se desglosa al detalle el objetivo de la propuesta en cada frente y su instrumentalización en el proyecto de decreto.



2. Justificaciones técnicas y revisión de regulación comparada

En este apartado se profundiza sobre los frentes individuales que pretende intervenir la propuesta normativa que se pone a disposición del público para sus observaciones, se explica su relación con el logro del objetivo de mayor liquidez en el mercado de valores y la situación actual. Finalmente, se presenta una revisión de regulación para contextualizar las propuestas contenidas en la sección 3.

2.1. Formadores de liquidez

Diferentes estudios especializados han abordado la liquidez como uno de los elementos críticos en la existencia de mercados de capitales eficientes, profundos y desarrollados. Así mismo, la participación de creadores de mercado y/o formadores de liquidez que desarrollen estrategias de negociación y faciliten la ejecución de operaciones es un elemento que genera mayor confianza y mejora la calidad y profundidad de los mercados, al permitir que los inversionistas puedan encontrar puntas de compra y venta de manera continua, así como una mejor formación de precios y una reducción en la volatilidad de estos⁶.

De la misma manera, estudios en la Unión Europea señalan que este tipo de figuras que proveen liquidez a los mercados, traen beneficios en aspectos tales como: menores costos de transacción, mejora de la determinación de precios, aumento del volumen negociado, menor volatilidad, mayor profundidad y menor costo de capital, igualmente, destacan que los principales beneficiados de estas mejoras en el mercado son los emisores con baja y media liquidez.

La regulación en Colombia no ha sido ajena al desarrollo de este tipo de productos y actividades, y es así como en el Decreto 2555 de 2010, hay un título particular en el cual se desarrolla la figura de los formadores de liquidez en el mercado de valores⁷. Dicha regulación

⁶ IOSCO (2020) Liquidity Provision in the Secondary Markets for Equity Securities Final Report.

⁷ Título 17 del Libro 9 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010.



abarca las principales características y obligaciones de los agentes que puede desarrollar la actividad, así como los mecanismos de información para el mercado y los regímenes de prohibiciones y conflictos de interés.

Ahora bien, con el objeto de promover mejoras en la liquidez de los mercados, se considera importante actualizar las normas relacionadas con los formadores de liquidez y potenciar su uso en los diferentes mercados y productos en el país.

Para explorar posibles avances en la actividad se realizará de manera inicial un análisis de experiencia internacional comparada.

- **IOSCO**

La International Organization Of Securities Commissions (IOSCO por sus siglas en inglés) ha publicado diferentes documentos de trabajo sobre la importancia de la liquidez en los mercados de capitales, el papel de la tecnología e innovación y la participación de nuevos agentes en los esquemas que proveen liquidez a los mercados de capitales⁸.

En dicho documento se reflexiona sobre el papel de los creadores de mercado y de manera particular sobre otros participantes del mercado que sirven para proveer liquidez, mencionando que:

"... En algunas jurisdicciones los proveedores de liquidez del mercado han evolucionado desde especialistas en intercambio o creadores de mercado hasta empresas de comercio electrónico automatizadas que utilizan modelos comerciales algorítmicos de baja latencia. Estas entidades generalmente acceden al mercado de manera directa o como clientes de corredores autorizados. Además, en otras jurisdicciones, la creación de mercado ha evolucionado aún más, a medida que los avances en inteligencia artificial y el aprendizaje automático permite a los participantes mejorar la liquidez en una mayor cantidad de valores.

Si bien muchas jurisdicciones continúan utilizando especialistas formales o creadores de mercado, los cambios tecnológicos y regulatorios han permitido que otros participantes del mercado negocien en una manera similar a los creadores de mercado para

⁸ IOSCO (2020). Liquidity Provision in the Secondary Markets for Equity Securities Final Report



proporcionar cantidades significativas de liquidez en mercados secundarios de valores". (traducción libre)

Así las cosas, los esquemas utilizados para proveer liquidez a los mercados han venido cambiando, permitiendo la entrada de nuevos agentes, el uso de tecnología, de análisis y procesamiento de datos y de inteligencia artificial entre otros.

Sobre este primer tema, agentes desarrollando la actividad, se encuentra la participación de los intermediarios vigilados tradicionales y la entrada de nuevos participantes que pueden ser patrocinados por los anteriores o actuar de manera directa en los mercados. Los cuales se caracterizan por la introducción de nuevos esquemas de procesamiento de datos y el uso de nuevas tecnologías para desarrollar sus esquemas de negociación en los mercados.

- **Europa**

En Europa, la actividad de formación de liquidez y creadores de mercado tiene diferentes estructuras definidas en el marco de MiFID II⁹. Generalmente, esta actividad es desarrollada por las empresas de servicios de inversión, las cuales deben comprar y vender un valor en particular de forma regular y continua mediante la publicación o ejecución de órdenes a un precio cotizado públicamente.

Sin perjuicio de lo anterior, en las definiciones de la directiva se establece que estos creadores de mercado o de liquidez se refieren a una persona que se mantiene en los mercados financieros de manera continua y están dispuestos a negociar por cuenta propia mediante la compra y venta de instrumentos financieros contra su capital propio a precios definidos por él. Esta definición es más amplia y permite la participación de otro tipo de entidades en el desarrollo de la actividad¹⁰.

Existen normas particulares sobre miembros del mercado que desarrollen negociación algorítmica para aplicar una estrategia de creación de mercado o aquellos que sin desarrollarla quieran ostentar la condición de creador de mercado o proveedores de liquidez, los cuales deberán firmar un acuerdo de creación de mercado con las

⁹ Unión Europea (2014) Directiva MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive).

¹⁰ www-emissions--euets-com.



sociedades de bolsa con el objetivo de cumplir con las directivas del Parlamento Europeo¹¹.

- **Estados Unidos**

En Estados Unidos, la Securities and Exchange Commission (SEC por sus siglas en inglés) regula a los creadores de mercado y los define como “una firma o empresa que está lista para comprar o vender una acción a precios de cotización pública”¹² estas entidades proveedoras de liquidez les permiten a los inversionistas la posibilidad de negociar con inmediatez y transparencia diferentes productos, incluso algunos con bajos niveles de liquidez.

Los creadores de mercado en Estados Unidos están capacitados para participar en diferentes mercados y proveer liquidez a diferentes tipos de inversionistas. Dentro de los mercados en que participan se encuentra la renta variable, renta fija pública y corporativa, derivados, entre otros¹³.

En Estado Unidos existen creadores de mercados o proveedores de liquidez con nichos especiales de mercado, tales como minoristas, mayoristas, institucionales y regionales, entre otros. Los creadores de mercado institucional se especializan en ejecutar grandes órdenes en bloque para fondos de pensiones, fondos de inversión, fondos mutuos, compañías de seguros y empresas de gestión de activos, entre otros. Mientras que los creadores de mercado minoristas prestan sus servicios a inversionistas individuales y proporcionan un flujo continuo de pedidos u oportunidades de ventas¹⁴.

- **Otras jurisdicciones**

La figura de los proveedores de liquidez, así como de creadores de mercado, es bastante usual y juega un papel importante en

¹¹ Circular nº1 /2021 BME. Normas de funcionamiento del sistema de interconexión bursátil https://www.bmerv.es/docs/SBolsas/docsSubidos/Creadores_de_Mercado/Circular1-2021.pdf

¹² SEC

¹³ NYSE (2021) Market Makers in Financial Markets: Their Role, How They Function, Why They are Important, and the NYSE DMM Difference

¹⁴ SEC (2020) The Nasdaq Stock Market <https://www.sec.gov/pdf/nasd1/systems.pdf>



diferentes bolsas de valores como la de Frankfurt, Londres, Tokio y Toronto, entre otras.

En México, desde el año 2008 la Bolsa Mexicana de Valores cuenta con programas de formadores de mercado¹⁵, actividad desarrollada por las casas de valores, las cuales deben promover la liquidez y establecer precios de referencia durante la sesión de remate en un valor o en un conjunto de valores del mercado de capitales.

En Perú, La Bolsa de Valores de Lima cuenta con formadores de mercado, los cuales son sociedades agentes de bolsa (SAB) que tiene la función de promover la liquidez de un determinado valor nacional o extranjero, formulando diariamente propuestas de compra y de venta, manteniendo un *spread* máximo de acuerdo con la liquidez del valor. El formador de mercado se encarga de establecer una relación contractual entre el emisor del valor, o las empresas de su grupo económico y la SAB; o entre un inversionista y la SAB¹⁶.

Una vez analizada la experiencia internacional mencionada, el objetivo particular de la propuesta que se presentará más adelante es el fortalecimiento, desarrollo y profundización de la figura de formadores de liquidez en el mercado de capitales colombiano, revisando diferentes aspectos tales como los participantes en el esquema, las fuentes de fondeo de los programas y los mercados en los cuales se puede desarrollar la actividad, así mismo, se pretende revisar el régimen de prohibiciones y conflictos de interés de las entidades que lo han desarrollado, así como promover mejoras y eficiencias en aspectos operativos.

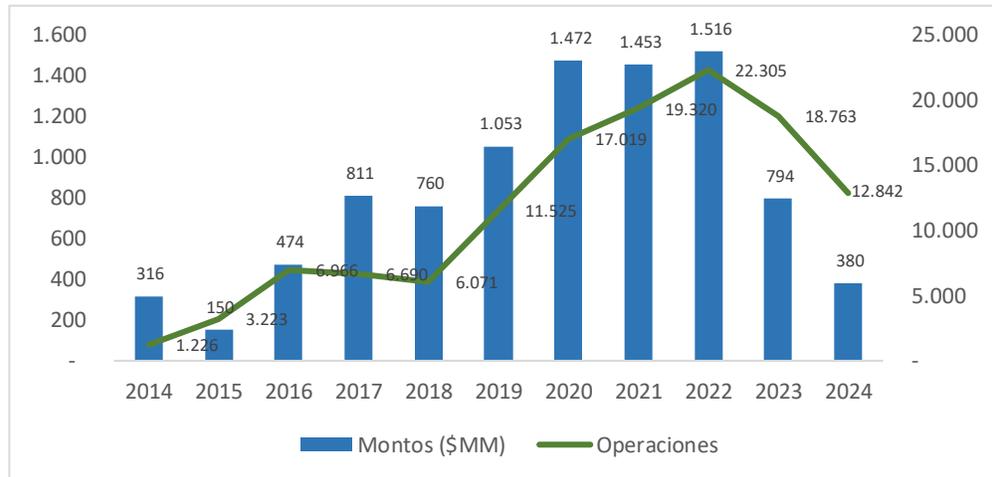
En la Gráfica 4 se presentan los montos negociados y las operaciones realizadas por los formadores de liquidez desde el año 2014, resaltando un dinamismo importante en el periodo 2020 a 2022, años en los cuales los programas de formadores han servido para mejorar la negociabilidad de diferentes especies en el mercado y darle un medio de entrada o salida a los inversionistas, especialmente las personas naturales. En los dos primeros meses de año 2024, se observa una reactivación importante de los programas de formadores de liquidez y en esa medida se espera retornar o superar los niveles previos al año 2023.

¹⁵ <https://www.bmv.com.mx/es/mercados/formador-de-mercado>.

¹⁶ <https://www.bvl.com.pe/productos/empresas/formador-de-mercado>



Gráfica 4. Evolución de las operaciones y montos negociados de los formadores de liquidez



Fuente: BVC

En este contexto, los últimos programas de formadores de liquidez desarrollados en el país han tenido impacto positivo para los emisores, los inversionistas y el mercado en general, permitiendo que el spread de precios se reduzca, que los formadores de liquidez hayan sido contrapartes en la mayor parte de las operaciones realizadas por inversionistas minoristas y que en general, exista una mayor transaccionalidad y liquidez de especies con este tipo de servicios contratados.

Debido a lo anterior, la URF considera que realizar ajustes a la regulación de los programas de formadores de liquidez, buscando ampliar los mercados y participantes, así como promover mejoras operativas, son un elemento importante para dinamizar la negociación de valores en el país.

2.2. Ventas en Corto

Desde el punto de vista de la política económica, las operaciones de ventas en corto tienen como propósito la posibilidad de incorporación oportuna de las expectativas del desempeño de los emisores en el precio de los activos que se negocian en el mercado público. Un mercado activo de operaciones en corto tiene efectos directos sobre la liquidez y profundidad del mercado de valores en agregado que como se mencionó en secciones anteriores, hace parte de los



objetivos del gobierno nacional y de la agenda actual de la URF para el corto y mediano plazo.

Tanto teóricamente (Miller, 1977) como de acuerdo con los hallazgos empíricos (Gruenewald *et al*, 2010; Beber & Pagano, 2013; Wan, 2020), las prohibiciones o fuertes restricciones a este tipo de operaciones genera sobrevaloración de los activos (Miller, 1977) y contracción de la liquidez de los mercados (Liu & Wang, 2013; Wang, 2020). De otro lado, ante la evidencia sobre la relación de las ventas en corto en activos particulares como derivados y en particular (i.e. *credit default swaps*) con la profundidad de la crisis financiera internacional de 2008 (Maggi & Fantazzini, 2012), IOSCO advirtió en 2009 que *“También existe una preocupación general de que, especialmente en condiciones extremas de mercado, ciertos tipos de ventas en corto, o el uso de ventas en corto en combinación con ciertas estrategias abusivas, puedan contribuir al desorden en los mercados”*¹⁷. Por lo anterior, contar con el marco regulatorio adecuado para promover las ventas en corto y mitigar sus riesgos potenciales es pertinente para la formación eficiente de precios y la promoción de la liquidez del mercado de valores.

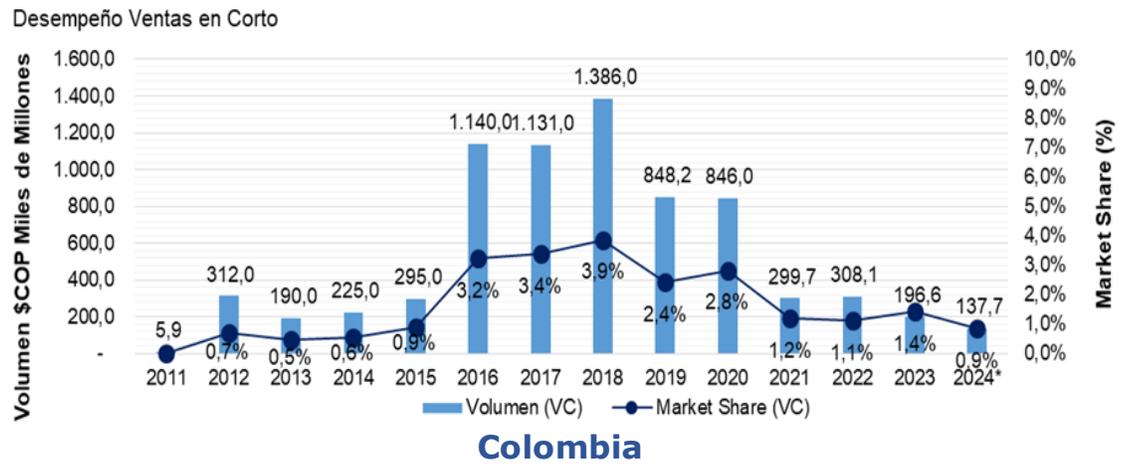
En ese contexto, al revisar la evolución de las operaciones de ventas en corto en el mercado local se evidencia (Gráfica 4): i) una caída significativa tanto en montos negociados como en representatividad sobre el mercado total entre el punto máximo que se dio en 2018 y 2023, con una disminución de 85% y 97,4%, respectivamente; según información proporcionada por Asobolsa¹⁸, ii) este segmento de mercado presenta alta concentración tanto en la oferta como en la demanda, y iii) casi de manera exclusiva se alimenta de la posición propia de estas entidades ya que solo el 3% se ejecuta por parte de personas naturales.

¹⁷ IOSCO. 2009. Short selling report, supra note 8.

¹⁸ Asobolsa (2023). Propuesta ajuste regulatorio Ventas en Corto. Documento no publicado.



Gráfica 5. Evolución operaciones de ventas en corto en



Fuente: BVC - Elaboración: Asobolsa

De acuerdo con entrevistas de contraste ejecutadas con una muestra de participantes de estas operaciones de la industria, este fenómeno obedece a dos grupos de causas. El primero de coyuntura del mercado de valores sobre el cual se comentó en la sección de introducción y el segundo de carácter regulatorio. Sobre los aspectos de coyuntura general se destacan aspectos como la reducción de emisores y por tanto de títulos disponibles para negociar en el mercado, la concentración de posiciones *buy and hold* de inversionistas institucionales y la carencia de agentes dedicados a la especulación.

En el frente regulatorio, la industria llama la atención sobre los siguientes aspectos recogidos en el título 13, Libro 9 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010:

- I. La definición de la venta en corto según la regulación vigente establece que el mismo día de la venta del valor que no está en su posesión, el originador debe cubrir su posición para garantizar el cumplimiento de la operación. Esto implica que la operación nace cubierta, modificación que fue incluida por el Decreto 2510 de 2014 con el fin de inhibir las operaciones descubiertas de esta naturaleza y así mitigar el riesgo de crear una apuesta a la baja en precio sin cumplir efectivamente la entrega del título.



La industria señala que hay tres fenómenos importantes que dificultan el cumplimiento de lo establecido por el Artículo 2.9.13.1.1 del Decreto 2555 de 2010 puesto que la obligación natural es obtener en préstamo el valor para cumplir con la venta. En primer lugar, no hay oferta significativa y continua de valores para las operaciones de transferencia temporal dado que las posiciones de los inversionistas institucionales como fondos de pensiones, aseguradoras y fondos de inversión colectiva se adquieren con vocación de largo plazo. En segundo lugar, cuando estas entidades están en disposición de prestar los valores para el cubrimiento de la venta en corto lo hacen con cumplimiento para el mismo día, lo que genera un descalce con la operación de venta en corto cuyo cumplimiento es posterior. En tercer lugar, las operaciones de transferencia temporal de valores se caracterizan por su negociación individual, particularmente, en el mercado mostrador y por lo tanto generan un desgaste operativo para los agentes del mercado.

Al evaluar las condiciones que se tienen sobre las ventas en corto descubiertas en el marco regulatorio de otras jurisdicciones es posible identificar un criterio de localización para acciones tanto en las disposiciones de la SEC¹⁹, como de ESMA²⁰, y de prohibición absoluta de posiciones descubiertas cuando el subyacente es deuda soberana en el caso de la regulación de la Unión Europea.

En Estados Unidos se requiere que se documenten antes de efectuar la venta “motivos razonables para creer que el valor se puede tomar prestado y pueda entregarse en la fecha de entrega antes de efectuar la operación”. Por su parte, ESMA establece que para poder efectuar una venta en corto descubierta “se tenga un acuerdo con un tercero en virtud del cual ha confirmado que la acción ha sido localizada, lo que significa que considera que puede poner la acción a disposición de liquidación en su vencimiento”. En esas dos jurisdicciones el mecanismo que busca mitigar el riesgo de contraparte para el cumplimiento de la venta en corto es que los intermediarios sepan que encontrarán disponibilidad de préstamo del valor objeto de la operación sin necesariamente asegurar la operación del préstamo en ningún plazo previo al

¹⁹ Regla 203(b)(1) y (2)

²⁰ REGULATION (EU) No 236/2012



cumplimiento de la venta en corto conforme a lo pactado en esa operación.

En comparación con marcos normativos de la región y en específico: México, Perú y Chile, se evidencia que en Chile y Perú se establece expresamente como en el Artículo 2.9.13.1.1 del Decreto 2555 de 2010 que la venta en corto nazca virtualmente cubierta. En el primer caso la regla establece: "Para efectuar una venta corta, el corredor deberá solicitar previamente el préstamo de las acciones u otros activos financieros..."²¹ y según el reglamento de operaciones de la Bolsa de Valores de Lima: "Antes de realizar una venta descubierta, la Sociedad Agente de Bolsa deberá haber realizado o contar con órdenes para realizar un préstamo bursátil a tasa de mercado y con fecha de liquidación hasta la liquidación de la venta descubierta, o contar con órdenes para realizar una compra de valores en el mercado al contado a precio de mercado. Dichas operaciones deberán estar destinadas a cubrir dicha venta"²². Por su parte, las disposiciones reglamentarias en México, mercado que cuenta con mejores indicadores de liquidez comparado con los demás mencionados, contempla en la definición de la operación de la venta en corto que la liquidación de la operación implica obtener los valores en préstamo, pero no establece si éste debe hacerse antes o después de la venta en corto.

- II. El Artículo 2.9.13.1.3 del Decreto 2555 de 2010 dispone que el precio de la venta en corto deberá ser como mínimo igual al último precio de negociación registrado en bolsa y que haya marcado precio, para la respectiva acción. Según lo expuesto por la industria, esta condición genera restricciones al cumplimiento de los objetivos que tienen las ventas en corto para el mercado en agregado toda vez que, inhibe estrategias de negociación en coyunturas de caídas de precios y reduce el conjunto de activos sobre los cuales se generen operaciones al referenciar el límite de precio al último marcado puesto que, por la misma iliquidez del mercado, "el 50% de las operaciones en la Bolsa no marcan precio, por lo cual, gran parte de las oportunidades de generar una operación en corto se limitan, lo cual termina desmotivando

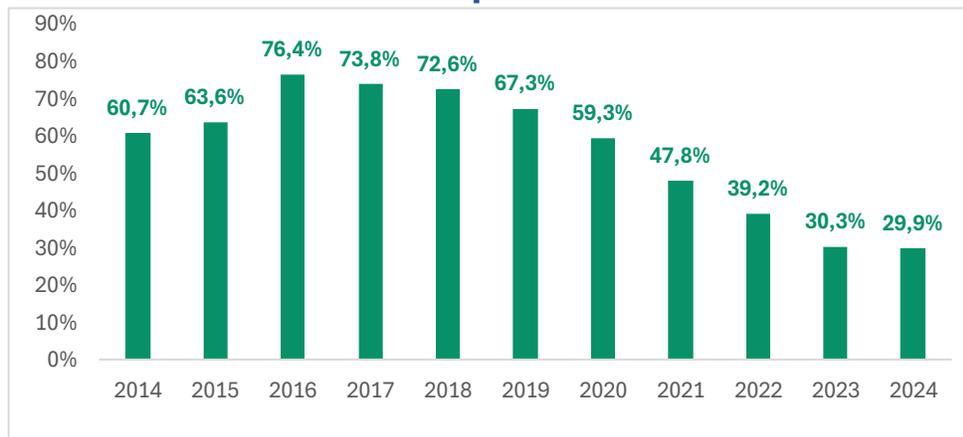
²¹ Manual de operaciones de venta corta y préstamo de acciones y otros activos financieros.

²² Resolución SMV N° 008-2015-SMV/01. Modificación del Reglamento de Operaciones en Rueda de Bolsa de la Bolsa de Valores de Lima.



la participación²³. A partir de información proporcionada por la Bolsa de Valores de Colombia y como se evidencia en la Gráfica 6, la proporción de transacciones que marcan precio ha decrecido en los últimos diez años más de 50%.

Gráfica 6. Evolución proporción de operaciones que marcan precio



Fuente: BVC

Se identifican dos elementos en este artículo, a saber: i) el conjunto de activos sobre el cual se permiten las ventas en corto, y ii) el límite mínimo que en términos de precio se espera de las transacciones con el fin de limitar el riesgo de un espiral de caídas de valoración que pudiese generar riesgos para el mercado.

De acuerdo con la revisión de regulación comparada es posible evidenciar que en Estados Unidos y las reglas supranacionales de la Unión Europea se asemejan en los dos aspectos mencionados. En el primer caso, la Regla 201 de la SEC impone restricciones a las ventas en corto sólo cuando una acción presenta una caída de precio de al menos el diez (10) por ciento en un día. En ese punto, se permitiría la venta en corto si el precio del valor está por encima de la mejor punta de oferta a nivel nacional. Por su parte, ESMA estableció que cuando el precio ha caído significativamente durante un solo día de negociación, la autoridad competente del Estado de ese lugar considerará si es apropiado prohibir o restringir a las personas físicas o jurídicas la participación en venta en corto del instrumento financiero en ese centro de negociación

²³ Asobolsa. 2023. Propuesta ajuste regulatorio Ventas en Corto. Estudio no publicado.



o limitar de otro modo las transacciones en ese instrumento financiero²⁴.

Al comparar a regulación que existe en países de la región para estos dos aspectos, como se muestra en la Tabla 1, se encuentra que no hay restricción sobre el conjunto de activos y que en general respecto a los precios se hace referencia a la cotización o de la última transacción como mínimo, en todo caso no se hace diferenciación respecto a los precios marcados.

Tabla 1. Comparación límites de precio ventas en corto

México	Chile	Perú
No se podrá efectuar la venta en corto de cualquier valor por debajo del precio al cual se realizó en bolsa la última operación del mismo, ni al mismo precio, a menos que dicho precio sea consecuencia de un movimiento al alza en su cotización.	Una venta corta sólo podrá realizarse a un precio mayor al de la última transacción - contado normal en el caso de acciones y pagadero mañana tratándose de otros activos financieros - , que fije precio de cierre; salvo cuando el precio de ésta haya sido mayor que el de la transacción (contado normal o pagadero mañana, según se trate de acciones u otros activos financieros) anterior a diferente precio, caso en que la venta corta también podrá realizarse a un precio igual al de esta última transacción.	Las ventas descubiertas al contado se deberán efectuar a un precio superior o igual al de la última cotización.

- III. Las sociedades comisionistas de bolsa llaman la atención sobre el requerimiento que se establece en el Artículo 2.9.13.1.6 del Decreto 2555 de 2010 según el cual: “*Las ventas en corto deberán ser marcadas como tal por parte del vendedor de las acciones*”. Actualmente, en aras de cumplir con la disposición normativa cada una de las operaciones de venta en corto se marca como tal, lo que genera un desincentivo a la realización de estas transacciones puesto que al revelar esta información en tiempo real dentro del sistema de negociación se da cuenta de la estrategia de generación de valor del agente que origina la venta en corto en un mercado que ya de por sí es limitado en tamaño y competido por su misma naturaleza. Las evidencias de la investigación desarrollada en el marco de este estudio presentan la necesidad de considerar referentes respecto a estas operaciones en otros mercados latinoamericanos, pero, en todo caso, contemplar

²⁴ REGULATION (EU) No 236/2012



soluciones que respondan a las condiciones actuales y particulares del mercado colombiano.

Sobre la marcación de las operaciones de venta en corto y la información revelada al mercado en general es importante destacar que el marco regulatorio de Estados Unidos y Europa se ha fortalecido con el objetivo de que de manera agregada los agentes el mercado puedan dimensionar los riesgos que implican las posiciones de ventas en corto existentes y en consecuencia estructurar sus estrategias de inversión y especulación. En esta línea, aunque la Regla 200 de la SEC exige desde 2010 que las órdenes estén marcadas como “largas”, “cortas” o “exentas”, no establece que esa información deba ser reflejada a todos los agentes en el momento de la operación. Adicionalmente, desde octubre de 2023, según la Regla 13f-2 se requerirá que se presente un Formulario SHO por intermediario si excede uno de los umbrales descritos a continuación durante un mes calendario:

- una posición corta bruta promedio mensual al cierre del horario regular de negociación en el valor accionario de al menos \$10 millones; o
- una posición corta bruta promedio mensual al cierre del horario regular de negociación como porcentaje de las acciones en circulación en el título de capital de al menos el 2,5%.

Sin embargo, para las posiciones cortas en valores de renta variable de un emisor que no declara, se requiere la divulgación de cada posición corta bruta con un valor que alcance o supere los \$500,000 al cierre del horario de negociación habitual en cualquier fecha de liquidación durante el mes calendario.

De otro lado, en la Unión Europea aunque no hay obligación expresa en las reglas supranacionales de marcación individual de las ventas en corto, el Artículo 5 de la Directiva 236 de 2012 establece que *“las posiciones netas en corto significativas en acciones deben comunicarse a las autoridades competentes pertinentes (cuando alcancen el 0,1% del capital social emitido y cada 0,1% por encima de eso) y divulgados al público (cuando alcancen el 0,5% del capital social emitido y cada 0,1% por encima de ese)”*. En este caso es labor de las autoridades competentes en cada jurisdicción y que reciben el reporte, la revelación de la información pertinente al mercado y su periodicidad.



En cuanto a las disposiciones que existen en países de la región en estos aspectos, se encuentra que Chile es la única jurisdicción en la que se encuentra expresa como en Colombia la obligación expresa de la marcación individual de las operaciones, así: "Toda operación de venta corta que sea realizada en Bolsa, ya sea efectuada por cuenta de un corredor o de terceros, deberá ser identificada como tal.

Al momento de ingreso de la oferta en los sistemas de negociación, el corredor deberá informar que se trata de una venta corta"²⁵. No obstante, no es literal la obligación de revelar esta información al mercado. Por su parte, en México la instrucción establece que "Las casas de bolsa deberán informar diariamente a la bolsa de valores que corresponda y, por conducto de ésta, a la Comisión, a través de medios electrónicos..., el detalle de cada operación de venta en corto que realicen, así como el saldo de las posiciones cortas valuadas..."²⁶. De forma similar, en Perú el reglamento de operación de ventas en corto impone la obligación de que "Las Sociedades deberán informar a la Dirección de Mercados las propuestas para la realización de ventas descubiertas de modo previo a su aplicación. Asimismo, la ICLV²⁷ deberá informar a la Dirección de Mercados respecto de toda venta descubierta al día siguiente de la realización de la operación y que el total de ventas descubiertas realizadas por valor será difundido por la BVL a través de su página Web"²⁸.

2.3. Transferencia temporal de valores

Las operaciones de préstamo de valores están definidas en el Artículo 2.36.3.1.3. del Decreto 2555 de 2010 como "aquellas en las que una parte (el "Originador"), transfiere la propiedad de unos valores (objeto de la operación) a la otra (el "Receptor"), con el acuerdo de retransferirlos en la misma fecha o en una fecha posterior...". El propósito de estas operaciones es permitir a los intermediarios cubrir los compromisos adquiridos como originadores de ventas en corto o

²⁵ Manual de operaciones de venta corta y préstamo de acciones y otros activos financieros.

²⁶ Circular Única CASAS DE BOLSA. Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

²⁷ Institución de Compensación y Liquidación de valores (ICLV)

²⁸ Resolución SMV N° 008-2015-SMV/01. Modificación del Reglamento de Operaciones en Rueda de Bolsa de la Bolsa de Valores de Lima.



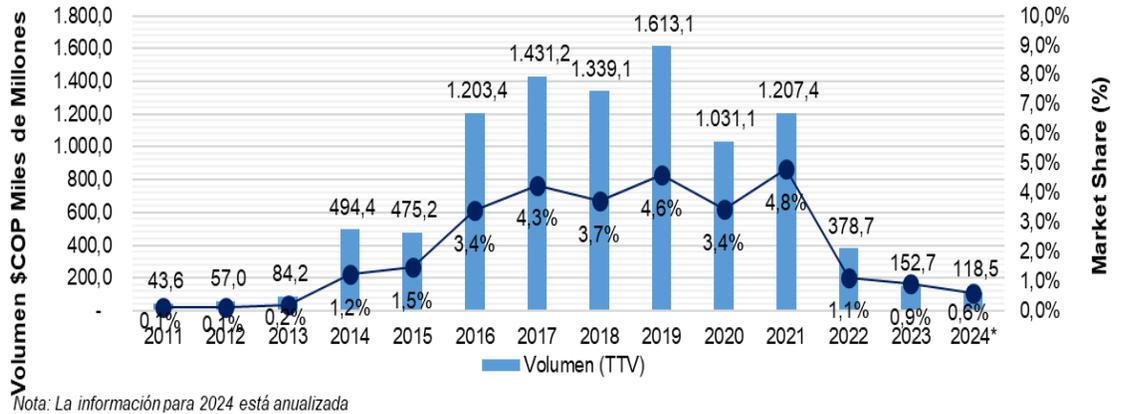
realizar la cobertura de posiciones de derivados; por lo tanto, en términos del mercado agregado, el préstamo fluido de valores contribuye a la generación de liquidez. En contraprestación a la operación de préstamo de los títulos, los originadores o prestatarios se benefician al obtener un rendimiento por la transferencia temporal de la propiedad del título y de esta manera contribuye a la generación de valor de la gestión activa de los portafolios (URF, 2019).

A pesar de los beneficios identificados de este tipo de operaciones, la tendencia a la baja en la realización de ventas en corto en el mercado local se acompaña de la consecuente caída en volumen y participación sobre el mercado total en las operaciones de préstamo como se muestra en la Gráfica 7. De acuerdo con información de mesas de trabajo sobre la liquidez del mercado desarrolladas con infraestructuras, agremiaciones, representantes de inversionistas y participantes de la industria se destacó el posible círculo por la relación de estos productos y las condiciones regulatorias vigentes; dado que la definición de la venta en corto establece que el mismo día, el agente debe hacer las operaciones necesarias para cubrir la posición y así garantizar la entrega del título del cual es objeto la venta en corto, lo que sucede en la práctica es que los agentes deben evaluar la disponibilidad de títulos en préstamo previa a la realización de la venta en corto encontrando que los potenciales prestamistas de valores por volumen, como son los fondos de pensiones, aseguradoras y fondos de inversión colectiva no están en disposición de originar la transferencia temporal de la propiedad de los valores.

Esto último, relacionado con que actualmente las disposiciones normativas de estas operaciones implican que la negociación sea individual, lo que podría generar un esfuerzo operativo desalineado con las posibilidades de los intermediarios en comparación a la remuneración marginal obtenida por la operación de préstamo y los ingresos percibidos con una operación de negociación de otros instrumentos.



Gráfica 7. Evolución operaciones de préstamo de valores en Colombia



Fuente: BVC - Elaboración: Asobolsa

Aunque en las mesas de trabajo desarrolladas no se identificaron aspectos puntuales de la regulación financiera de las transferencias temporales de valores, se llevó a cabo la investigación de alternativas para promover este tipo de operaciones encontrándose que, internacionalmente, existen al menos tres mecanismos y habilitantes en la arquitectura de las actividades del mercado de valores que han permitido un flujo permanente de títulos en préstamo y por tanto incentivan las operaciones relacionadas con estos como las ventas en corto. Por ejemplo, en Estados Unidos²⁹ y Europa, custodios como BNY Mellon, Citi o BNP Paribas prestan como servicio complementario a la custodia, el de agente de préstamo (*lending agent*) o agente de transferencia en el cual a partir de instrucción contractual de los propietarios de los títulos o *brokers* que negocian porciones importantes de portafolios de inversión, ponen a disposición en los escenarios de negociación los títulos de manera individual o agregada.

Lo anterior es posible teniendo en cuenta que en primer lugar, la actividad de custodia es parte de las operaciones que se ofrecen en el marco de la licencia bancaria y que en estas jurisdicciones los bancos pueden desempeñar labores de lo que en la arquitectura de la regulación colombiana pertenecen a la intermediación de valores, y de otro lado, que los volúmenes de títulos custodiados casi es equivalente a los volúmenes de activos bajo administración, ya que

²⁹ Regla 10c-1. SEC.



la custodia es obligatoria para virtualmente todos los portafolios en el contexto de los mercados mencionados.

El gobierno nacional replicó este mecanismo en la regulación local habilitando a los custodios como agentes de transferencia para las transferencias temporales de valores en 2019 a través del Decreto 1351. Sin embargo, según los participantes del mercado, como los custodios no son intermediarios naturales de valores en el mercado local y como actualmente la custodia es obligatoria solo para los portafolios de fondos voluntarios de pensión y de fondos de inversión colectiva, el desarrollo de esta operación no sería rentable para volúmenes potenciales.

Como mecanismo alternativo de dinamización de préstamos de valores en el contexto internacional se puede identificar a las cámaras de riesgo central de contraparte como agentes que agreguen posturas de oferta y demanda por préstamos de títulos³⁰. Cabe destacar que en parte este modelo ha sido desarrollado por la instrucción incluida por MIFIR según la cual las cámaras debían asegurar la interoperabilidad en las distintas jurisdicciones de la Unión Europea y que involucra la interacción de diversas licencias de un mismo grupo financiero como *brokers*, plataformas de negociación y depósitos de valores, adicionales a las cámaras de riesgo central de contraparte.

La tercera modalidad es la adaptación de los programas de formación de liquidez para las operaciones de préstamo de valores a través de un esquema administrado por las bolsas de valores. En esta modalidad se destaca el mecanismo de la bolsa de valores de Singapur que permite el registro voluntario de los participantes como prestadores³¹ de los títulos que deseen y estén en su cuenta de depósito con unas condiciones diferenciales a aquellas a originar transferencias temporales de valores fuera del programa³².

³⁰ Modelo de negocio instaurado por el grupo Deutsche Börse con la intervención de Clearstream, Eurex Repo y Eurex Clearing y próximo a entrar en operación por Euro/Cboe Clear. <https://ir.cboe.com/news/news-details/2023/Cboe-Clear-Europe-Plans-to-Introduce-Clearing-Service-for-Securities-Financing-Transactions-06-14-2023/default.aspx>

³¹ Si son intermediarios locales autorizados local o internacionalmente y con calificación mínima de riesgo de crédito de C.

³² Singapore Exchange – SGX. Depository. Central Depository Core Functions. Consultado en línea el 14/11/2023: <https://www.sgx.com/securities/depository>



2.4. Financiación de valores

Esquemas de financiación de valores han sido incorporados en la regulación de diferentes jurisdicciones³³ con el objetivo de proveer liquidez a los inversionistas permitiendo su apalancamiento para la realización de operaciones, así como fondearse en eventos inesperados o en coyunturas particulares del mercado. Lo anterior, facilita que los inversionistas cuenten con una fuente de recursos rápida y de fácil acceso y que no tengan que salir a liquidar sus inversiones en determinados momentos o que puedan desarrollar sus estrategias de negocio.

La existencia de instrumentos de apalancamiento para los inversionistas permite que estos puedan invertir más del capital con el que cuentan, con el objetivo de maximizar la rentabilidad de sus portafolios acordes con los niveles de riesgo que deseen asumir.

La regulación financiera en el país, específicamente el Título 5 Libro 9 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010, permite que las sociedades comisionistas de bolsa puedan adelantar operaciones de financiamiento de valores a sus clientes, cumpliendo una serie de condiciones relacionadas con las garantías para la realización del préstamo, límites de los recursos prestados y plazos máximos de realización de las operaciones.

En los últimos años, la Unidad de Regulación Financiera actualizó normas de diferentes licencias y productos del sector, con el objetivo de que los límites y restricciones para la realización de operaciones responda al apetito propio de las entidades e inversionistas, fortaleciendo sus órganos internos de dirección y control, mejorando sus estructuras de gobierno corporativo y promoviendo sistemas de administración de riesgos robustos.

De acuerdo con el anterior contexto, la propuesta de modificación tiene por objeto actualizar las normas sobre financiación de valores, permitiendo que los inversionistas puedan acceder a fondeo de manera más ágil y flexible buscando maximizar sus portafolios, que las sociedades comisionistas de bolsa desarrollen sistemas de administración de riesgo más robustos para la colocación de préstamos y definan políticas para su implementación.

³³ México, Estados Unidos y España, entre otros.



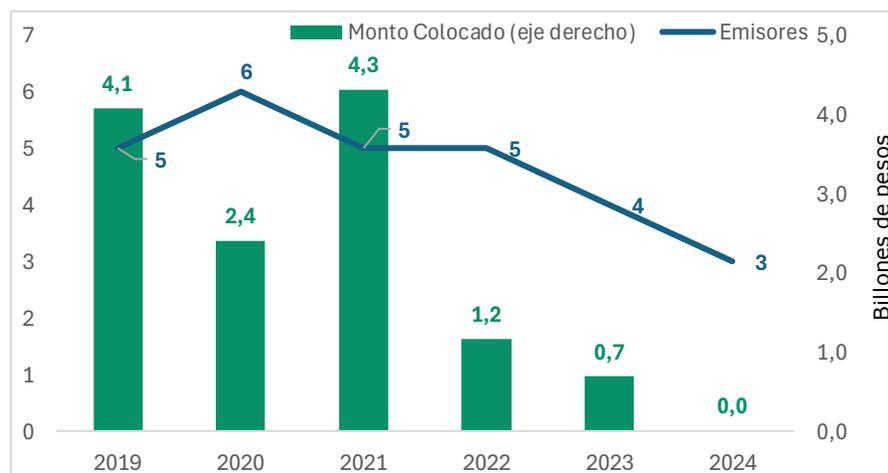
Un último punto, consiste en la modificación de algunas normas sobre uso de red, con el objetivo que los establecimientos de crédito tengan mayor alcance para apalancar inversiones del público.

2.5. Condiciones para emisores conocidos y recurrentes

De acuerdo con lo dispuesto del Artículo 5.2.2.1.12 del Decreto 2555 de 2010, los emisores conocidos y recurrentes acceden a la inscripción automática en el Registro Nacional de Valores y Emisores y por tanto se entiende autorizada la oferta pública de sus valores emitidos sujetos a la remisión de información necesaria para que los agentes de mercado tomen las decisiones de inversión respecto al respectivo título.

En todo caso, el párrafo del artículo en mención establece que la Superintendencia Financiera de Colombia definirá lo que se entiende por emisor conocido y recurrente tomando para la definición criterios como: frecuencia con la que el emisor acude al mercado, el monto de las emisiones efectuadas y la existencia o no de sanciones por infracciones a las normas del mercado de valores.

Gráfica 8. Evolución número y montos colocados de emisores conocidos y recurrentes



Fuente: CUIF SFC



Sobre el particular, el mercado ha llamado la atención sobre la necesidad de establecer criterios que permitan la promoción de la participación de un número mayor de emisores en el mercado, toda vez que como se evidencia en la Gráfica 8, la cantidad de emisores que hacen parte de la categoría de conocidos y recurrentes, así como los montos colocados por el mercado por estos han disminuido significativamente desde 2019. Aunque se resalta que para 2024, las cifras tienen corte de 11 de marzo, la cantidad de emisores recurrentes es de la mitad de aquellos que participaban en 2020 y que en lo corrido del año no se han dado emisiones de esta categoría.

De acuerdo con la revisión de regulación comparada, se evidencia que los criterios establecidos por la norma vigente en el mercado local están alineados con los establecidos en jurisdicciones de Estados Unidos y Canadá donde los emisores recurrentes (*Well-Known Seasoned Issuer, WKSI*) se definen en el primer caso como aquellos que tienen un monto emitido mínimo de USD \$700 millones, y la recurrencia de emisiones, las cuales en los últimos tres años deben ser del orden de los USD \$1.000 millones³⁴ y en el segundo como a empresas con capital emitido de USD \$350 millones, lo cual se debe ir revisando periódicamente para garantizar que siga siendo consistente con la realidad de dicho mercado de capitales³⁵.

Lo anterior es diametralmente opuesto a la Unión Europea ya que ESMA no tiene disposiciones sobre el particular. No obstante, a modo de ejemplo, se puede encontrar en la norma particular a España que establece que la emisión de valores no requiere de autorización administrativa previa y únicamente se debe tener un documento remitido a la Comisión Nacional de Mercado de Valores que cuente con la información necesaria para la identificación de los valores de la emisión³⁶.

³⁴ Regla 205. SEC. 2005.

³⁵ National Instrument 44-102.CSA.2022. Desde octubre de 2023 está en estudio una propuesta de modificación, según la cual un WKSI sería el que: (i) tiene un capital público calificado de al menos 500 millones de dólares canadienses o una deuda pública calificada de al menos 1.000 millones de dólares canadienses, (ii) ha sido un emisor declarante en Canadá durante los últimos tres años, y (iii) es elegible presentar un prospecto breve conforme a la ley de valores aplicable. Si el emisor tiene un proyecto minero, el emisor debe cumplir criterios adicionales al tener ingresos brutos derivados de operaciones mineras de (a) al menos 55 millones de dólares canadienses en el año financiero más reciente, y (b) al menos 165 millones de dólares canadienses en el agregado de los tres últimos ejercicios. Además, para presentar una solicitud bajo el régimen WKSI, los emisores también deben asegurarse de estar al día con todos los documentos de divulgación periódicos y oportunos.

³⁶ Artículo 33.Ley de Mercado de Valores de España.



Ahora bien, al evaluar los requisitos que se tienen en jurisdicciones de la región con el propósito de facilitar el proceso de oferta pública de algunos valores, se evidencia por ejemplo que en Perú, se establece un procedimiento de aprobación automática para emisores que: i) tengan al menos un valor inscrito en el Registro, por un período no menor a 12 meses; ii) que se encuentren en cumplimiento de sus obligaciones de reporte de información con la SMV; y, iii) que utilicen formatos *e-prospectus*³⁷.

Por su parte, en Chile y para el caso específico de títulos de deuda permite pueden inscribirse en el Registro de Valores a través de la modalidad de registro automático, los bonos, bonos securitizados, bonos convertibles, efectos de comercio y, en general, cualquier título de deuda de corto o largo plazo siempre que la inscripción del emisor en el Registro de Valores se encuentre vigente al día del depósito de la emisión cuya inscripción se solicita, y la inscripción del emisor haya estado vigente de manera ininterrumpida durante los 12 meses anteriores a esa fecha³⁸.

2.6. Programas de emisión y colocación

El Libro 3 de la Parte 6 del Decreto 2555 de 2010 establece la posibilidad de que un emisor structure con cargo a un cupo global, la realización de varias emisiones, de uno o más valores, mediante oferta pública, durante un término establecido dándole la denominación de programa de emisión y colocación. Entre los beneficios que tiene la figura están que las emisiones del valor o valores comprendidos dentro de un programa de emisión y colocación podrán ser ofertadas públicamente, en forma individual o simultánea, por el monto total del cupo global autorizado o por montos parciales, durante un plazo de cinco años contados desde la inscripción y que el plazo puede ser renovado si el emisor lo solicita.

De acuerdo con lo dispuesto al Artículo 6.3.1.1.2, el emisor (o agente de manejo para el caso de la emisión de una titularización) que pretenda acceder al programa de emisión y colocación debe "haber tenido cuando menos tres (3) emisiones de valores inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores-RNVE durante los dos (2) años inmediatamente anteriores a la fecha de la solicitud, de las

³⁷ Resolución N° 112-2018-SMV/02. 2018. Superintendencia del Mercado de Valores.

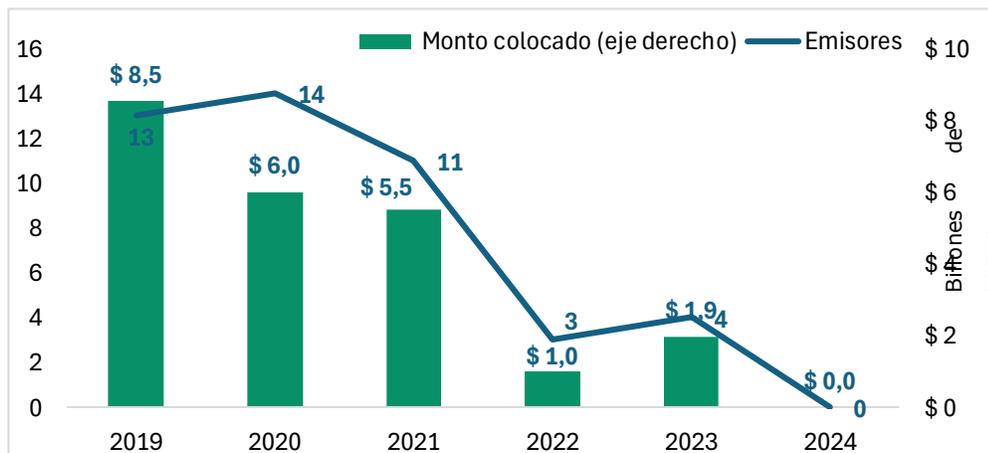
³⁸ Norma de carácter general N°457. 2021. Comisión para el Mercado Financiero.



cuales al menos una debe estar vigente a esa fecha, y no haber sido objeto de sanciones por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia durante el año inmediatamente anterior, como consecuencia de infracciones administrativas relacionadas con el incumplimiento de sus obligaciones de revelación de información, de acuerdo con lo previsto en este decreto”.

El mercado ha llamado la atención sobre los requisitos listados anteriormente con el argumento de que el contar con un cupo global de emisión no tiene relación directa con la recurrencia del emisor en el mercado, y que estos requisitos inhiben la participación de algunos potenciales emisores como fondos de inversión colectiva y fondos de capital privado que pudieran acceder a financiación con los beneficios de un programa de emisión y colocación. Lo anterior se refleja como se muestra en la Gráfica 9 tanto en la disminución de la cantidad de programas de emisión y colocación como de los montos colocados desde 2019. Al cierre de 2023, se tenía una disminución de casi 70% en la cantidad de programas de emisión y colocación, y de 77% en el monto colocado en el marco de estos programas.

Gráfica 9. Evolución número y montos colocados de programas de emisión y colocación



Fuente: CUIF SFC

Al revisar las condiciones establecidas para mecanismos análogos en otras jurisdicciones se evidencian dos tipos de instrucciones. En la primera categoría se encuentra Estados Unidos, donde existe la posibilidad de aplicar para tener programas de emisión bajo el *Shelf*



*Registration Rule*³⁹ que establece que los valores pueden registrarse para una oferta que se realizará de forma continua o diferida en el futuro. No obstante, como requisito de elegibilidad se contempla ser emisor establecido y conocido (WKSI)⁴⁰.

En una segunda categoría se encuentran aquellas jurisdicciones en las que la inscripción a programas de emisión no está relacionada con la recurrencia de los emisores. Así por ejemplo, en 2018 ESMA introdujo el Documento de Registro Universal (Universal Registration Document, URD), el cual establece que “los emisores podrán entonces beneficiarse de un procedimiento de aprobación acelerado para nuevos prospectos que se elaborará sobre la base de la URD, junto con la nota de valores y el resumen habituales”⁴¹ con el beneficio adicional que los emisores que utilizan un URD como documento de registro lo presentan a la autoridad nacional para su aprobación durante dos años consecutivos y, posteriormente, solo necesitan presentarlo anualmente sin aprobación previa. Además, es claro en señalar que cualquier emisor admitido en los mercados Regulados o Sistemas Multilaterales de Negociación tienen la posibilidad de utilizar un documento de registro universal.

La evaluación de las condiciones regionales al respecto permiten evidenciar que en Perú la Superintendencia del Mercado de Valores contempla la posibilidad de desarrollar programas de emisión de valores y define que “es el trámite bajo el cual un emisor que pretende realizar una o más ofertas públicas primarias o de venta en un determinado período bajo un programa de emisión de valores, inscribe éste y registra el respectivo prospecto marco para la inscripción de valores y el posterior o simultáneo registro de los complementos del prospecto marco de las emisiones a realizarse en el marco de ese programa”⁴². En desarrollo de esta definición el supervisor instruye sobre la documentación necesaria que el emisor debe presentar para inscribir los valores y el programa, establece los plazos para la ejecución del programa e impone un requisito de actualización de información del emisor y de los valores que hacen parte del programa. No obstante, la regulación en la materia no incluye requisitos adicionales o de recurrencia a los emisores.

³⁹ Regla 415. SEC. Exchange Act 1933.

⁴⁰ En los términos ya desagregados en la sección 2.5.

⁴¹ Artículo 9. ESMA. Regulation (EU) 2017/1129

⁴² Artículo 14. Reglamento de oferta pública primaria y de venta de valores mobiliarios. SMV.



En México por su parte, la Sección III de las Disposiciones de Carácter General de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, establece las reglas relacionadas con la Inscripción preventiva de valores a emitirse al amparo de programas de colocación según las cuales “las emisoras podrán solicitar a la Comisión la inscripción preventiva de valores en el Registro, bajo la modalidad de programa de colocación, con el objeto de contar con la posibilidad de emitir y colocar distintas clases de valores, en forma sucesiva durante un plazo y por un monto determinado, con o sin revolvencia...”⁴³. Para aplicar a esta modalidad de inscripción, los emisores deben cumplir con las siguientes condiciones para los dos años anteriores a la solicitud:

- I. Tener inscritos valores en el Registro con plazo mayor a un año;
- II. Haber cumplido con los requisitos de mantenimiento de sus valores establecidos en el reglamento interior de la Bolsa;
- III. Haber cumplido en tiempo y forma con las obligaciones de pago provenientes de los valores inscritos en el Registro;
- IV. No haber recibido por parte de la Bolsa la imposición de medida disciplinaria o correctiva alguna, y
- V. No haber sido sancionados la emisora, los miembros del consejo de administración, ni directivos relevantes por infracciones graves a la Ley del Mercado de Valores y disposiciones de carácter general que de esta deriven, o ser considerado como infractor reincidente en términos de lo dispuesto por dicho ordenamiento legal⁴⁴.

Por último, la ley del mercado de valores de Chile y las instrucciones de la CMF habilitan la creación de programas de colocación para títulos de deuda denominados líneas de títulos señalando que: “Se entenderá que la emisión de estos instrumentos es por la línea de títulos de deuda cuando las colocaciones individuales vigentes no superen el monto total de la línea inscrita en la Superintendencia. El plazo de vencimiento de las emisiones de efectos de comercio de una línea no podrá ser superior a aquél referido en el inciso primero de este artículo...”⁴⁵. Para la inscripción de estas líneas de títulos la CMF

⁴³ Artículo 13. CNBV. Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores.

⁴⁴ *Ibidem*

⁴⁵ Artículo 131. Ley del mercado de valores de Chile.



impone en sus instrucciones de carácter general requisitos de descripción y actualización de información⁴⁶, pero no impone a los emisores condiciones de recurrencia en el mercado.

2.7. Operaciones con vinculados en el mercado mostrador

IOSCO⁴⁷ ha publicado una serie de metodologías para la evaluación de la implementación de los objetivos y principios de regulación de los mercados de valores, en los que se señalan lineamientos generales para la protección de los inversionistas, así como la integridad, el crecimiento y el desarrollo de los mercados.

El principio 8 establece algunos lineamientos relacionados con que el regulador debe tratar de asegurarse de que los conflictos de intereses y la desproporción de incentivos sean evitados, eliminados, revelados o tratados de otra manera.

En dicho documento se menciona que los reguladores pueden utilizar diferentes herramientas para hacer frente a los conflictos de interés entre entidades reguladas, tales como prohibiciones, información a revelar, uso de barreras a la información, definición de políticas, límites, entre otras, lo que conlleva a decisiones de políticas que reflejan las estructuras legales, de mercado y de las filosofías regulatorias.

En este contexto, la URF ha migrado de una herramienta para el tratamiento de conflictos de interés asociada con la prohibición de realización de operaciones con entidades vinculadas, a una en la cual se debe establecer un marco general de políticas y límites en la realización de dichas operaciones, así como una adecuada gestión de revelación de información a los interesados y al mercado, lo cual busca que se mitiguen los riesgos y se generen incentivos para que los diferentes agentes participen de manera adecuada en los mercados.

En el contexto de la dinamización de los mercados de capitales y de manera particular de la liquidez de los diferentes instrumentos de

⁴⁶ Inscripción de emisiones de efectos de comercio, sus normas de difusión e información continua.
⁴⁷ IOSCO (2013) Metodología Para la evaluación de la implementación de los Objetivos y Principios de regulación de los mercados de valores de IOSCO. Versión revisada, en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD359-Spanish.pdf>



mercado, se considera viable la realización de operaciones entre vinculados en el mercado mostrador - OTC, siempre que las mismas se realicen a precios de mercado y que sean registradas en los sistemas de negociación dentro de los plazos definidos reglamentarios.

Finalmente, se hace necesario mencionar que, en caso de que no se cumplan las políticas y límites generales definidas o que las operaciones se hagan en condiciones diferentes a las de mercado, la Superintendencia Financiera de Colombia cuenta con un régimen general de actuación y sancionatorio que le fija la ley, al igual que el Autorregulador del Mercado de Valores en sus competencias.

2.8. Asesoría

De acuerdo con entrevistas e información recopilada de entidades vigiladas, la entrada en vigencia y aplicación de las disposiciones del Decreto 661 de 2018 y las correspondientes instrucciones de la Superintendencia Financiera de Colombia⁴⁸ han generado en algunos casos particulares posibles ineficiencias en términos de procesos que podrían ir en contravía de los objetivos mismos de la mencionada regulación, en cuanto se pretendía elevar los estándares de protección para la toma de decisiones a partir de información adecuada y pertinente para las operaciones que involucran valores.

Teniendo en cuenta que el proyecto de decreto que acompaña el presente documento técnico tiene como objetivo general aumentar la liquidez del mercado, y que para ello se requiere la ampliación de la base de agentes que participan el mercado, a continuación, se presentan los aspectos sobre los que la industria ha llamado la atención y que el regulador considera están alineados con el propósito de la presente intervención regulatoria.

I. Documentación física y redundancia de información

Sobre el particular, se hace referencia a las disposiciones del Título 4 del Libro 40 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010, según el cual se hace referencia a una lista de requisitos para la documentación tanto de la actividad en general de la asesoría

⁴⁸ Circular Externa 019 de 2021. SFC.



como de la generación de una recomendación profesional. En ambos casos, según la industria se ha interpretado que se debe contar con documentos individuales para el cumplimiento de los requisitos de algunas de las disposiciones.

La revisión de regulación comparada al respecto permite evidenciar que para el caso de la documentación por ejemplo MIFID hace referencia a que “Toda empresa de servicios de inversión llevará un registro de todos los servicios, actividades y operaciones que realice. Dicho registro deberá ser suficiente para permitir que la autoridad competente desempeñe sus funciones de supervisión...”⁴⁹. Comparativamente los requisitos de documentación son más exigentes en Estados Unidos ya que la Regla 202 de la SEC establece que además de los estados financieros, los asesores de inversión “*Investment advisers*” están obligados a conservar los soportes de todos los insumos usados para emitir una recomendación de envío de la información y declaraciones pertinentes, particularmente, en las cuales realiza revelaciones o recomendaciones, así como las evidencias en las cuales los clientes aprueban las operaciones, documentos que pueden ser de forma electrónica. No obstante, es relevante destacar que en esta jurisdicción tienen que registrarse bajo esta licencia y por tanto cumplir con estas instrucciones solamente aquellos que tienen activos bajo administración de más de USD \$100 millones. En los casos en los que el asesor se encuentre en las categorías de asesor pequeño mediano, cumpliría las condiciones que le imponga el estado en el que opere⁵⁰.

Revisando las condiciones impuestas por la regulación al respecto, se evidencia que en el caso mexicano la instrucción general de la Ley del Mercado de Valores es que “Documentar a nombre del cliente respectivo las operaciones con valores que ordenen por cuenta de este. Asimismo, conservar las recomendaciones formuladas y la información proporcionada sobre las actividades, servicios y productos financieros que ofrezcan.

Adicionalmente, llevar un registro electrónico o por escrito en el que conste la fecha y hora en que el cliente le hubiere requerido realizar una operación, así como los datos necesarios para identificar los valores materia de cada operación”.⁵¹

⁴⁹ Artículo 6. Directiva 2014/65/CE del Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea.

⁵⁰ Regla 203 A. SEC.

⁵¹ Artículo 226. Ley del Mercado de Valores. Estados Unidos Mexicanos



Por su parte, en Chile, la CMF instruye que “El asesor debe llevar un registro de las recomendaciones efectuadas, el cual debe incluir como mínimo la fecha en que se realizó la recomendación y la identificación del o los clientes a los que fueron dirigidas o, en su defecto, la indicación de que la recomendación fue difundida a persona indeterminada o a través de medios masivos. La información del referido registro deberá ser conservada por al menos 4 años y en medios que garanticen que permanecerá íntegra e inalterable en el tiempo”.⁵²

II. Vinculación de los asesores a las entidades

De otro lado, la industria solicita aclarar si las personas que prestan la asesoría en representación de la entidad vigilada sobre la que recae la obligación debe estar vinculada laboralmente a ella. Al respecto, se evidencia en la revisión de regulación comparada que MIFID no hace distinción alguna a la forma de vinculación y señala que “Los Estados miembros permitirán que las empresas de servicios de inversión designen agentes vinculados con fines de promoción de sus servicios, para captar negocio o recibir órdenes de clientes o posibles clientes y transmitirlos, colocar instrumentos financieros o prestar asesoramiento sobre dichos instrumentos y servicios financieros que la empresa de servicios de inversión ofrece...”⁵³ siempre que “cuando una empresa de servicios de inversión decida designar un agente vinculado, esta mantenga la responsabilidad total e incondicional de toda acción u omisión del agente vinculado cuando este actúe en nombre de la empresa de servicios de inversión”.

En Chile, la CMF dispone que la asesoría como actividad puede ser ofrecido por personas jurídicas o naturales siempre y cuando los asesores inscritos en el Registro de Asesores de Inversión de la Comisión para el Mercado Financiero, entidad encargada de regular la actividad y no hace distinción entre la relación entre la persona jurídica con la natural cuando aplique.

⁵² Norma de carácter general N°472. CMF.

⁵³ Artículo 29. *Ibidem*



III. Límite a la asesoría prestada a través de herramientas tecnológicas

Las entidades han llamado la atención sobre la disposición del Artículo 2.40.5.1.1 según la cual las recomendaciones profesionales se pueden suministrar a través de herramientas tecnológicas y que en el caso de que los clientes soliciten que la recomendación sea complementada por un asesor certificado, la entidad estará en obligación de atender a la solicitud. Al respecto se solicita sea expreso que todas las etapas de la actividad puedan ser proporcionadas a través de herramientas tecnológicas y que las condiciones del suministro del complemento a la recomendación de la herramienta tecnológica sean más claros y no obligatorio, teniendo en cuenta los costos que asumen al poner a disposición desarrollos para la atención al cliente y que de todas maneras se deba contar con el recurso humano.

Sobre el particular, se encuentra en la revisión de regulación comparada que a través de las Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID II, ESMA ha sido claro en que la actividad de asesoría puede prestarse de manera automatizada, entendiéndose esta como “la prestación de servicios de asesoramiento en materia de inversión o de gestión de carteras (en su totalidad o en parte) a través de un sistema automatizado o semiautomatizado que se utiliza como herramienta para el trato con el cliente”. Señala sobre el punto en evaluación que: “Con objeto de garantizar la coherencia de la evaluación de la idoneidad llevada a cabo con herramientas automatizadas (aunque la interacción con los clientes no se produzca a través de sistemas automatizados), las empresas deberían controlar y examinar periódicamente los algoritmos en los que se basa la idoneidad de las transacciones recomendadas o efectuadas en nombre de los clientes” y, adicionalmente, establece reglas expresas para esta modalidad, así:

“Con objeto de colmar posibles lagunas en la comprensión por parte de los clientes de servicios prestados mediante asesoramiento automatizado, las empresas deberían informarles, además de sobre otra información requerida, acerca de lo siguiente:



- una explicación muy clara del grado y el alcance exactos de participación humana, así como de si el cliente puede solicitar interacción humana y cómo hacerlo;
- una explicación de que las respuestas que proporcionan los clientes tendrán consecuencias directas a la hora de determinar la idoneidad de las decisiones de inversión recomendadas o ejecutadas en su nombre;
- una descripción de las fuentes de información utilizadas para generar asesoramiento en materia de inversión o para prestar un servicio de gestión de carteras (p.ej., si se utiliza un cuestionario en línea, las empresas deberían explicar que las respuestas al cuestionario podrían ser la única base en la que se apoye el asesoramiento automatizado, o si tienen acceso a otra información o cuentas del cliente);
- una explicación de cómo y cuándo se actualizará la información del cliente en lo relativo a su situación, circunstancias personales, etc.”

De lo anterior, se concluye que para los Estados que hacen parte de la Unión Europea no es mandatorio complementar la asesoría prestada por medios automatizados con el de una persona o entidad autorizada para tal fin, siempre que los requisitos de idoneidad sean cumplidos por la herramienta y revisados periódicamente por la entidad vigilada que usa la herramienta tecnológica para prestar de manera parcial o total la actividad de asesoramiento.

El marco regulatorio en Estados Unidos no tiene hasta el momento desarrollos específicos para la asesoría a través de herramientas tecnológicas y dado que tampoco está expresamente prohibido en caso de que las entidades que prestan asesoría automatizada cumplan los requisitos de AuM señalados en el numeral I de esta sección, deberán cumplir con todas las disposiciones del *Investors Adviser Act*.

Chile por su parte hace referencia general a que la actividad de asesoría puede ser prestada de manera automatizada y que “Tratándose de asesorías que sean resultados de procesos informáticos sin intervención humana, dichas políticas, procedimientos y controles⁵⁴ deberán resguardar que los algoritmos sean diseñados e implementados de manera que los resultados sean

⁵⁴ tendientes a resguardar que toda opinión, recomendación o información.



siempre coherentes y guarden relación con las necesidades y expectativas manifestadas por el cliente. Además, que los resultados no puedan ser alterados por intervención humana y que el cliente tome conocimiento del hecho que dicho resultado emana de un algoritmo con esas características.⁵⁵

Sobre este elemento, en desarrollo de las disposiciones de la Ley Fintech⁵⁶, la CNBV de México exige que los prestadores de servicios de asesoría automatizada que cumplan con disposiciones a las impuestas por la Ley del Mercado de Valores⁵⁷ en lo relacionado con el conocimiento del cliente⁵⁸ y la información entregada este, más no hace referencia específica a la necesidad de un asesor que complemente la recomendación de la herramienta tecnológica.

IV. Diferencias de aplicación para productos simples y complejos

En diversos escenarios la industria ha solicitado la evaluación de la proporcionalidad de las obligaciones impuestas por las disposiciones del Libro 40 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010 en referencia a la tipología de productos (simples y complejos) toda vez que si bien hoy se requiere la aplicación de todas las etapas de la actividad de asesoría para todos los productos y que el Artículo 2.40.2.1.4 prevé que en el caso de que el cliente inversionista renuncie a la recomendación profesional cuando se trate de un producto simple, en la práctica se dan dos situaciones:

En primer lugar y de acuerdo con la información proporcionada por las entidades vigiladas cubiertas por la reglamentación ya señalada, actualmente existen clientes que, por su conocimiento, experiencia e incluso por sus recursos administrados pueden ser considerados inversionistas profesionales según la definición del Artículo 7.2.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010. Sin perjuicio de lo anterior, estos clientes se acogen a lo dispuesto por el Artículo 7.2.1.1.6 que reza: "El "inversionista profesional" también podrá solicitar ser tratado como

⁵⁵ Norma de carácter general N°472. CMF

⁵⁶ Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera (ITF). Cámara de Diputados. Estados Unidos Mexicanos.

⁵⁷ Artículo 226. Ley del Mercado de Valores. Estados Unidos Mexicanos.

⁵⁸ Documento de políticas de identificación y conocimiento del cliente asesores en inversión. CNBV.



"cliente inversionista" únicamente para efectos de la aplicación del Libro 40 de la Parte 2 del presente decreto, incluso en aquellos mercados o productos que sólo están habilitados para los inversionistas profesionales."

Lo anterior, genera que incluso para el caso de productos simples se desplieguen todas las etapas de la actividad de asesoría, para clientes que no requieren por su naturaleza la especificidad, pero que para las entidades genera costos y desgaste operativo. Por otro lado, se llama la atención a la subcategoría de productos universales dentro de los productos simples, creada por el Parágrafo 2 del Artículo 2.40.1.1.6 para los fondos de inversión colectiva como aquellos que estén dirigidos a cualquier tipo de inversionista sin ninguna característica o exigencia particular y respecto de los cuales hoy no se requiere hacer una recomendación profesional, haciendo énfasis de que en el mercado hay productos fuera diferentes de FIC que pueden cumplir estas mismas características pero que requieren la generación de la recomendación profesional.

Al respecto es relevante mencionar que tanto IOSCO (2013,2019) como el BIS, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (2008) han sido enfáticos en la necesidad de establecer diferenciación entre productos básicos y complejos, pero han resaltado principios de análisis de conveniencia particularmente para los últimos.

De otro lado, si bien MiFID no hace distinción sobre los requerimientos para asegurar una adecuada asesoría en términos de la clasificación de productos, si es posible inferir que para cumplir con la asesoría en el caso productos básicos las entidades pueden usar medios apropiados según las necesidades, toda vez que en la Directiva⁵⁹ en la materia no existe alusión alguna a reglas establecidas de manera específica a los productos básicos (análogo a los productos simples en la regulación colombiana). En esta línea, el FCA señala para el Reino Unido que si bien el proceso para generar una recomendación profesional requiere determinar el conocimiento y experiencia del cliente respecto al producto del cual se está generando la asesoría, también reconoce que cuando el producto sea básico, no es necesario que la entidad haga una evaluación profunda del conocimiento del cliente⁶⁰.

⁵⁹ Directiva 2014/65/CE del Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea.

⁶⁰ Financial Conduct Authority. FG15/1: Retail investment advice.



En el caso de Estados Unidos no existen disposiciones expresas en las normas de la SEC. No obstante, FINRA sí ha instruido que para el caso de las recomendaciones profesionales relacionadas con productos complejos se tengan consideraciones sobre la profundidad de las preguntas a ser formuladas, particularmente cuando el cliente sea no calificado (*retail investors*)⁶¹.

La normatividad mexicana establece una lista de productos que pueden comercializarse a clientes no sean considerados como Clientes sofisticados⁶² y que solo se puede acceder a productos complejos cuando se acceda a una asesoría completa. Por su parte, en Chile se dispone que la asesoría solo es obligatoria para los clientes que no se consideran como inversionistas calificados⁶³.

V. Servicios de ejecución

Por último, los participantes del mercado invitan a la evaluación de la relación entre las obligaciones impuestas en la actividad de asesoría y la razón para que se disponga en la regulación la posibilidad de ofrecer servicios de solo ejecución de los que trata el Artículo 7.8.1.1.1. del Decreto 2555 de 2010. La solicitud es en específico que se amplíen los productos sobre los cuales pueda ofrecerse la ejecución, así como que se elimine la diferenciación entre tipos de clientes para sobre los cuales se pueden prestar estos servicios dado que el artículo señalado establece que “El servicio de solo ejecución puede ser utilizado por los inversionistas profesionales para productos complejos y simples y por los clientes inversionistas únicamente para productos simples”.

La revisión del marco normativo de otras jurisdicciones permite identificar que los servicios de solo ejecución se encuentran regulados de manera extendida. ESMA define la ejecución de órdenes por cuenta de clientes como “la conclusión de acuerdos de compra o venta de uno o más instrumentos financieros por cuenta de clientes, incluida la celebración de acuerdos para vender instrumentos financieros emitidos por una entidad de crédito o una empresa de servicios de inversión en el momento de su emisión”⁶⁴.

⁶¹ Financial Industry Regulatory Authority. FINRA. Regulatory Notice 12-03 Complex Products

⁶² Anexo 6

⁶³ Norma de Carácter General N°502. CMF. 2024.

⁶⁴ Artículo 4. Directiva 2014/65/CE del Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea.



No obstante, en el Artículo 25 de la misma Directiva establece que “Los Estados miembros permitirán que, cuando las empresas de servicios de inversión presten servicios de inversión que se limiten exclusivamente a la ejecución o recepción y transmisión de órdenes de clientes, con o sin prestación de servicios auxiliares, a excepción de la concesión de créditos o préstamos ...”, dichas empresas presten esos servicios de inversión a sus clientes sin necesidad de obtener la información o hacer la valoración mencionadas en el apartado 3⁶⁵, siempre que se cumplan todas las condiciones siguientes:

a) que los servicios mencionados estén relacionados con alguno de los servicios financieros siguientes:

i) acciones admitidas a cotización en un mercado regulado o en un mercado equivalente de un tercer país o en un SMN, cuando se trate de acciones en sociedades, y excluidas las acciones en instituciones de inversión colectiva distintas de los OICVM (organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios) y las acciones que incorporen derivados,

ii) bonos y obligaciones u otras formas de deuda titulizada, admitidas a negociación en un mercado regulado, en un mercado equivalente de un tercer país o en un SMN, excluidas las que incorporen derivados o incorporen una estructura que dificulte al cliente la comprensión de los riesgos en que incurre,

iii) instrumentos del mercado monetario, excluidos los que incluyan derivados o incorporen una estructura que dificulte al cliente la comprensión de los riesgos en que incurre,

iv) participaciones y acciones en OICVM, excluidos los OICVM estructurados contemplados en el artículo 36, apartado 1, párrafo segundo, del Reglamento (UE) no 583/2010,

v) depósitos estructurados, excluidos aquellos que incorporen una estructura que dificulte al cliente la comprensión de los riesgos en que incurre en lo que respecta al rendimiento o al coste de salida del producto antes de su vencimiento,

vi) otros instrumentos financieros no complejos a los efectos del presente apartado.”

⁶⁵ Es decir, se exceptúa de hacer el análisis de conveniencia del producto y el perfilamiento del cliente, aunque es claro también que se den cumplir los requisitos de información sobre el producto y revelación de conflictos de interés.



De lo anterior se observa que, para los Estados de la Unión Europea, las consideraciones para los servicios de ejecución y la consecuente excepción al análisis de conveniencia se hace en consideración al producto y no a la clasificación del cliente. En esa misma línea se encamina la normatividad de México, donde se definen los mencionados servicios como “la recepción de instrucciones, transmisión y ejecución de órdenes, en relación con uno o más Valores o Instrumentos financieros derivados, estando la Entidad financiera obligada a ejecutar la operación exactamente en los mismos términos en que fue instruida por el cliente”⁶⁶. Estos hacen parte de la categoría de “Servicios no asesorados” y se permiten sin perjuicio de la calidad del cliente cuando el producto haga parte de una lista taxativa y siempre que:

“I. Advirtieron al cliente que las operaciones solicitadas no provendrían de una recomendación en términos de lo previsto por el artículo 5 de estas disposiciones, hicieron de su conocimiento los riesgos inherentes a este tipo de Servicio de inversión no asesorado y que, por lo tanto, sería el cliente mismo el responsable de verificar que los Valores o Instrumentos financieros derivados sean acordes con sus objetivos de inversión, así como evaluar sus riesgos inherentes.

Asimismo, deberán señalar expresamente las diferencias entre la Ejecución de operaciones y los Servicios de inversión asesorados, y

II. El cliente reiteró la solicitud de contratar este servicio, con posterioridad a la realización de los actos señalados en la fracción anterior.”⁶⁷

La única consideración sobre productos se hace en el Artículo 17 de la norma citada así: “Las Entidades financieras que se encuentren proporcionando Servicios de inversión no asesorados que deseen proporcionar recomendaciones sobre Valores o instrumentos distintos de los señalados en el Anexo 6 de estas disposiciones a clientes que no sean Clientes sofisticados, estarán obligadas a informarles que para poder proporcionar dichas recomendaciones deberán contratar el servicio de Asesoría de inversiones”.

Asimismo, el Artículo 176 de la Ley del Mercado de Valores de Perú establece que “los agentes de intermediación están obligados a ejecutar por cuenta de sus clientes las órdenes que de ellos reciban

⁶⁶ Artículo 1. Disposiciones de carácter general aplicables a las entidades financieras y demás personas que proporcionen servicios de inversión. CNBV.

⁶⁷ Artículo 15. Ibídem



para la negociación de valores. No obstante lo dispuesto en el primer párrafo, los agentes de intermediación pueden subordinar el cumplimiento de la orden únicamente en los siguientes casos y siempre que el comitente tenga previo conocimiento de ello: a) Cuando se trate de operaciones al contado, a que el comitente acredite la titularidad de los valores o haga entrega de los mismos o de los fondos, según hubiere ordenado vender o comprar respectivamente; y, b) Cuando se trate de operaciones a plazo, a que el comitente aporte las garantías o coberturas mínimas que establezca la SMV y, en su caso, la bolsa o la entidad responsable de la conducción del mecanismo centralizado". Se evidencia de lo anterior que no hay instrucciones especiales respecto de la asesoría en estos casos y en el marco normativo chileno no se hace referencia a los servicios de solo ejecución.

De otro lado, teniendo en cuenta que las disposiciones de los numerales 3 y 6 del Artículo 2.40.1.2.1 del señalado decreto establecen que la actividad de asesoría debe prestarse en la celebración y ejecución de los contratos de administración de recursos de terceros y de fiducia de inversión, lo que ha llevado a la interpretación de que cada operación ejecutada en el desarrollo de las modalidades señaladas de contratación de administración delegada surta el proceso de asesoría, lo que además de generar costos operativos por la autorización que debe proporcionar el cliente para cada transacción, está en contravía del espíritu de la negociación de un contrato cuyo propósito es entregar para la inversión discrecional de un experto con unas instrucciones generales generadas a partir de la aplicación integral de la totalidad de las etapas de la actividad de asesoría. Sobre el particular no se presenta la revisión de regulación comparada teniendo en cuenta lo específico y particular a la regulación colombiana en la tipología de contratos.

2.9. Régimen de emisiones de bonos vs CDT

En el Decreto 2555 de 2010 se encuentra definido un régimen general de emisión y ofrecimiento de los diferentes instrumentos del mercado de valores.

La existencia de estos regímenes legales es natural en diversas jurisdicciones, y tiene como objetivo la adecuada protección del inversionista, estabilidad financiera y funcionamiento eficiente del



mercado, sin embargo, en períodos de fuertes presiones de liquidez o necesidades de financiamiento, los plazos y trámites involucrados en el proceso de emisión, inscripción y colocación de valores, pueden ser en demasía extensos para la oportunidad en que las empresas requieren esos recursos⁶⁸.

En el país, las entidades del sistema financiero tienen diferentes instrumentos para captar recursos como los depósitos a la vista, e instrumentos a término tales como los bonos y los certificados de depósito a término fijo – CDT. Estos últimos instrumentos de captación por parte de los establecimientos de crédito a su vez son mecanismos de inversión para los consumidores financieros, los cuales son vistos como productos para mantener e incrementar su capital, son seguros y con plazos para su redención acordes con sus requerimientos.

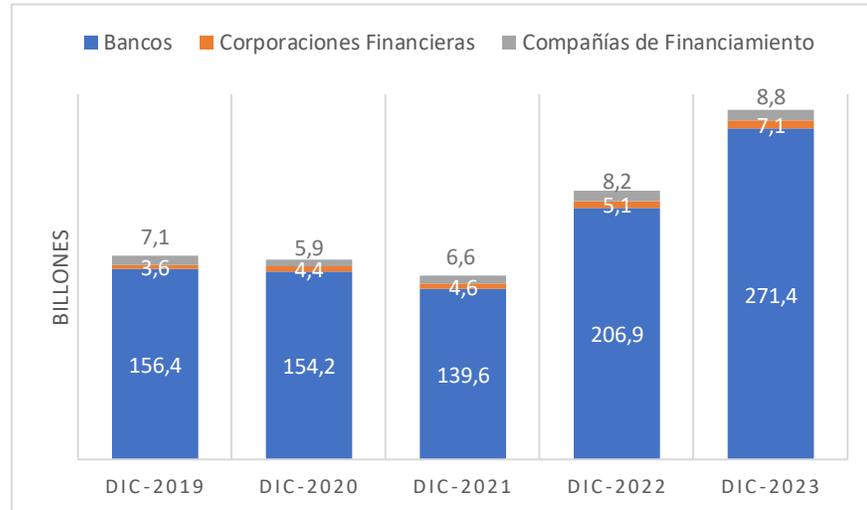
De acuerdo con el Informe de Actualidad del Sistema Financiero, publicado por la Superintendencia Financiera de Colombia, en el mes de noviembre de 2023, las captaciones de los establecimientos bancarios, corporaciones financieras y compañías de financiamiento mediante CDT mantienen un crecimiento dinámico, cercano al 22.8% en términos reales, igualmente se destaca que el 36,4% del total de los CDT tienen un plazo mayor a los 18 meses y por último, que la tenencia de CDT se distribuyó 65.1% en personas jurídicas y entidades oficiales, y el restante 34.9% en personas naturales⁶⁹. En la gráfica 10 se presenta el saldo de las emisiones de CDT.

⁶⁸ Comisión para el Mercado Financiero de Chile (2020). Simplifica la Inscripción de Títulos de Deuda a Largo Plazo. https://www.cmfchile.cl/institucional/legislacion_normativa/normativa_tramite_ver_archivo.php?id=2020051153&seq=1

⁶⁹ Superintendencia Financiera de Colombia (2023) Informe de Actualidad del Sistema Financiero. Publicación periódica



Gráfica 10. Saldo emisiones de CDT



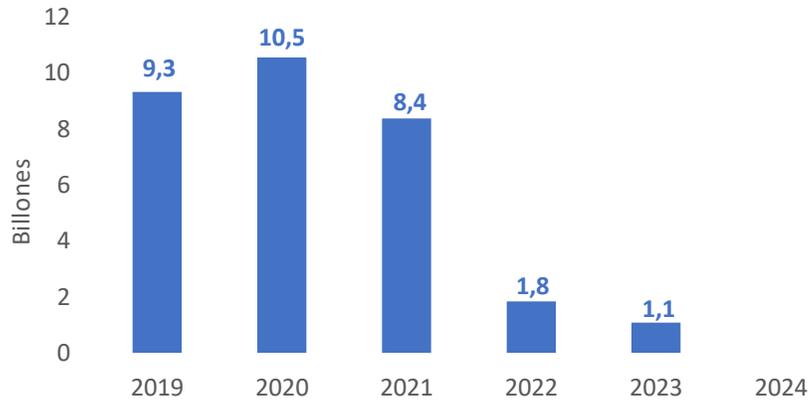
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia

Como se observa en la anterior gráfica, los CDT son un instrumento de ahorro e inversión que han tomado auge importante en los últimos años, en la medida que su percepción de riesgo es baja, retornos acordes con las condiciones de los mercados, cuenta con la protección del seguro de depósito del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras y es fácil y rápida su constitución.

La captación de recursos mediante bonos no ha tenido un comportamiento tan dinámico como las de los CDT, y en determinados casos se percibe que no son un instrumento de fácil acceso para los diferentes tipos de inversionistas y para los emisores como un proceso extenso que puede dificultar aprovechar ventanas de oportunidad e inversión para las entidades. En la Gráfica 11, se presenta la evolución de los montos adjudicados en las emisiones de bonos ordinarios, destacándose una reducción importante en el uso del instrumento.



Gráfica 11. Montos adjudicados emisiones de bonos ordinarios



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Información con corte al 11 de marzo de 2024

En esta medida se propone adelantar una serie de ajustes al régimen de emisión de los bonos, con el objetivo que las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia puedan emitir y ofrecer bonos ordinarios de manera más expedita, y que esta sea una alternativa de fondeo de mediano y largo plazo, así como una posibilidad de inversión para los diferentes agentes superavitarios del mercado.

Lo anterior permitirá darle dinamismo al mercado de capitales, facilitando la emisión de bonos ordinarios para los emisores vigilados por la Superintendencia Financiera de Colombia, que se caracterizan por brindar información de manera permanente al mercado y al ente de supervisión, que igualmente se encuentran calificados y que participan en el mercado de manera permanente y recurrente. Así mismo, se amplían las posibilidades de inversión para los consumidores financieros, quienes podrán escoger la opción acorde con su estrategia de inversión (plazos, tasas, coberturas) y no por eventuales aspectos regulatorios.

2.10. Armonización de normas sobre apalancamiento entre Fondos de Inversión Colectiva y Fondos voluntarios de pensión

En los años 2023 y 2024, la URF avanzó en una iniciativa encaminada a actualizar la regulación de los fondos de inversión colectiva en



aspectos tales como: estructura de apalancamiento, condiciones necesarias para la negociación de unidades de participación en el mercado público, límites de inversión por inversionistas, el derecho de retiro, arbitrajes entre fondos de inversión colectiva y fondos de capital privado y otros temas operativos; lo anterior buscando promover eficiencias financieras y operativas en la estructuración y desarrollo de los fondos⁷⁰.

Ahora bien, en el Decreto 0265 de 2024 que recoge dicha iniciativa, se realizan cambios significativos en las normas sobre apalancamiento de los FIC en aspectos tales como la eliminación de: i) la obligatoriedad de denominación del fondo como apalancado y; ii) el límite de inversión mínima en fondos de inversión colectiva que realicen operaciones de naturaleza apalancada, entre otros, lo cual responde a una revisión de las mejores prácticas internacionales y desarrollo de los mercados financieros.

Así las cosas y con el objetivo de armonizar las normas sobre apalancamiento de vehículos con objetivos y fines económicos similares, esto es administración de portafolios de terceros, se hace un ajuste a la regulación de los fondos voluntarios de pensión para que sea armónico con la de los fondos de inversión colectivos.

2.11. Custodia de unidades de los Fondos de Inversión Colectiva abiertos

Uno de los elementos claves para el desarrollo y profundización de los mercados de capitales se relaciona con la participación de inversionistas del exterior y, en esa medida, promover ajustes regulatorios que faciliten y simplifiquen aspectos operativos tienen implicaciones directas en dichos cambios del mercado.

El artículo 2.17.2.2.1.2 del Decreto 1068 de 2015 establece un listado de activos que son considerados como inversiones de capitales del exterior, inversión directa e inversión de portafolio realizados por no residentes. Dicho listado incluye las participaciones en fondos de inversión colectiva de que trata la Parte 3 del Decreto 2555 de 2010, esto es que existe la posibilidad de que los inversionistas del exterior adquieran participaciones en fondos

⁷⁰ URF (2024). Actualización de la regulación de los FIC, ajustes a normas de las sociedades titularizadoras hipotecarias y de los sistemas de cotización del exterior.



cerrados, clasificados como valores, y participaciones en fondos abiertos, que no se clasifican como valores.

De igual manera, en el mencionado decreto se establece que los inversionistas del exterior deben contar con un apoderado local que puede ser las sociedades comisionistas de bolsa, las sociedades fiduciarias o las sociedades administradoras de inversión, y que en el caso de las sociedades fiduciarias que tengan autorizada la actividad de custodia estas podrán ser apoderados de inversionistas de capitales de portafolio en calidad de custodios y bajo las normas que regulan la referida actividad.

Los servicios requeridos por los inversionistas del exterior se asocian con el reflejo de las posiciones en libros de emisores, y el cumplimiento de operaciones de inversión, los cuales se cumplen de manera general por los custodios de valores.

En este contexto, la propuesta permite establecer mejoras operativas, reducción de trámites y costos y facilidades en la prestación de servicios a este tipo de inversionistas, permitiendo que los documentos representativos de las participaciones de los fondos abiertos sean un activo susceptible de ser custodiado bajo las normas que regulan dicha actividad y que se encuentran definidas en el Decreto 2555 de 2010.

3. Alternativas regulatorias

De acuerdo con las anteriores secciones en las cuales se ha buscado identificar la problemática actual de la liquidez en el mercado de valores, a continuación, se presentan alternativas regulatorias, contrastando la preservación de la normativa actual y la promoción de ajustes buscando eficiencias y profundización del mercado de capitales como mecanismo de transferencia del ahorro a la inversión para la búsqueda del bienestar.

3.1 Mantener las normas actuales

Como se ha mencionado en la primera sección del presente documento, el mercado de capitales en el país tiene unos bajos niveles de liquidez, medida como el índice de rotación de los activos,



condicionado por fenómenos estructurales y factores particulares del mercado.

Mantener la regulación vigente de los temas mencionados con anterioridad, puede tener como consecuencia un estancamiento en la situación actual del del mercado, es decir, baja negociación de los activos y poca transaccionalidad en los sistemas de negociación.

La propuesta tiene por objetivo impulsar y promover una mayor negociación en el mercado permitiendo la entrada de nuevos agentes a desarrollar actividades, facilitando el desarrollo operativo de algunos instrumentos y vehículos y, en términos generales, promover un mercado más dinámico y profundo.

3.2 Propuestas de modificación a las normas vigentes

En esta sección se presentarán las diferentes propuestas de modificación a las normas vigentes, buscando fomentar un mercado de capitales más profundo, que responda las condiciones particulares del mercado local y que promueva crecimiento y un mayor financiamiento de la actividad productiva, así como que mejoren los niveles de liquidez de los diferentes productos del mercado, medidas estas características desde los indicadores de referencia presentados en las secciones previas.

3.2.1 Formadores de liquidez

Las modificaciones a la actividad de los formadores de liquidez se pueden agrupar en tres aspectos principales, el primero se relaciona con la ampliación de los agentes y mercados en los cuales se puede desarrollar la figura, el segundo se relaciona con aspectos operativos buscando eficiencias en su estructuración, y por último una revisión de prohibiciones y su tratamiento alternativo como conflictos de interés.

A. Ampliación de agentes y mercados

Como se mencionó en la sección 2.1, los esquemas y mecanismos para otorgar liquidez al mercado han experimentado cambios importantes asociados a la entrada de nuevos participantes en los



mercados, el desarrollo de nuevas tecnologías, estrategias comerciales, modelos de negocio, entre otros factores.

Para el caso particular de los formadores de liquidez, la propuesta tiene por objetivo reconocer nuevas realidades de los mercados financieros y los desarrollos antes mencionados, en ese sentido, se abordan dos grandes cambios.

- La norma vigente permite que los programas de formadores de liquidez sean fondeados por dos vías: recursos propios de las sociedades comisionistas de bolsa que desarrollan el programa o que sean fondeados por los propios emisores del valor.

La propuesta permite que terceros puedan fondear los programas, con el objetivo de obtener un diferencial de precios de la negociación y acceder a incentivos otorgados por las diferentes infraestructuras que participan en la negociación. Estos terceros pueden ser entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, inversionistas extranjeros, entidades especializadas en *trading* algorítmico, entre otras.

Estos terceros fondearan los programas a ser desarrollados por las entidades autorizadas a desarrollar la actividad de formación de liquidez.

- La norma vigente sobre formadores de liquidez establece que son las sociedades comisionistas de bolsa las que pueden desarrollar dicho servicio y los activos que pueden ser objeto de negociación, tales como los valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores y en los sistemas de negociación de valores, o listados en sistemas de cotización de valores del extranjero.

La propuesta tiene dos componentes, la primera asociada con las licencias que pueden desarrollar la actividad y la segunda los productos y mercados sobre los cuales se pueden establecer y desarrollar este tipo de servicios.

Así las cosas, las sociedades comisionistas de bolsa siguen desarrollando programas de formadores de liquidez en operaciones donde se negocien valores de renta variable, así como estructurar nuevos programas para renta fija y derivados; mientras que los establecimientos bancarios, las corporaciones financieras, y las compañías de financiamiento con recursos propios y las sociedades fiduciarias en su calidad de administradoras de recursos de terceros en fondos de inversión colectiva y de negocios fiduciarios, pueden desarrollar programas



de formadores de liquidez en mercados de renta fija y de derivados, de conformidad con sus operaciones autorizadas y con su régimen legal aplicable.

Para las sociedades fiduciarias, en la medida que adelantan la actividad con los recursos administrados de terceros, fondos de inversión colectiva y negocios fiduciarios, los lineamientos generales deben estar definidos en los reglamentos o en los contratos de estos vehículos respectivamente.

Debido a la anterior ampliación de licencias autorizadas para el desarrollo del servicio, y a los mercados y productos en los que se pueden crear programas, la propuesta deroga el título 17 del libro 9 de la parte 2 del Decreto 2555, y crea un nuevo título en el libro 27, que establece normas comunes a las distintas licencias del sector financiero.

B. Aspectos operativos

En relación con la promoción de eficiencias en el desarrollo de los programas de formadores de liquidez, se realizó un análisis de los diferentes componentes de la cadena del producto y, en ese sentido, se proponen ajustes en aspectos operativos.

• Conformación de patrimonios autónomos

El párrafo del artículo 2.9.17.1.3 del Decreto 2555 de 2010 establece que en el caso que el emisor fondee su programa de formador de liquidez deberá preverse que éstos sean transferidos a un patrimonio autónomo mediante la celebración de un contrato de fiducia mercantil y que el formador de liquidez deberá ejecutar el contrato de manera autónoma y con total independencia del administrador del patrimonio autónomo, y del emisor.

La propuesta busca eficiencias en la conformación de programas de formadores de liquidez con recursos de los emisores, eliminando la necesidad de crear patrimonios autónomos mediante la celebración de un contrato de fiducia.

• Revelación de información

En cuanto a la elaboración de reportes y revelación de información de los programas de formadores de liquidez, se busca promover



eficiencias y evitar duplicar esfuerzos en aspectos de elaboración y presentación de los resultados de los programas por parte de las sociedades comisionistas de bolsa, la bolsa de valores y los emisores.

- **Obligaciones del emisor, terceros y de los administradores de sistemas de negociación**

La propuesta incorpora ajustes a las obligaciones de los emisores de valores, de los terceros que fondean los programas de formadores de liquidez y de los administradores de los sistemas de negociación buscando eficiencias en los procedimientos, reducir cargas para los participantes de los programas, entre otras.

Por último, se precisa que los administradores de sistemas de negociación de valores pueden financiar, como terceros y con recursos propios, programas de formadores de liquidez y que se pueden combinar diferentes formas de fondeo en la estructuración de estos programas.

C. Prohibiciones

En los últimos años, la URF ha venido migrando de un esquema progresivo y fundamentado de prohibir el desarrollo de ciertas actividades por parte de los agentes regulados a uno en el cual se permite su realización, siempre y cuando, se establezca una política específica de gestión y revelación de los conflictos de interés, y un fortalecimiento de los órganos internos de gobierno, tales como las juntas directivas y los comités de inversiones y auditoría.

En este contexto, se hizo una revisión de las prohibiciones actuales contenidas en el esquema y programas de formadores de liquidez y se proponen las siguientes modificaciones:

- **Fondeo de programas de emisores públicos**

El parágrafo 1 del artículo 2.9.17.1.2 del Decreto 2555 de 2010 establece que Los emisores que ostenten la calidad de entidades estatales, así como las entidades con participación directa o indirecta del Estado superior al cincuenta por ciento (50%) en su capital social, independientemente de su naturaleza y del orden al cual pertenezcan, que hagan uso del mecanismo regulado en el presente Título, no podrán utilizar fondos provenientes de la entidad estatal



que actúe en calidad de emisor para el desarrollo de la actividad de formación de liquidez.

La propuesta tiene por objeto eliminar dicha prohibición y permitir que sean los emisores públicos o mixtos, los que de acuerdo con su régimen legal y disponibilidad presupuestal tomen la decisión de contratar un esquema de formadores para darle liquidez a sus valores.

- **Programas de formadores de liquidez con vinculados**

El parágrafo 3 del artículo 2.9.17.1.2 del Decreto 2555 de 2010, establece que las sociedades comisionistas de bolsa de valores no podrán desarrollar actuaciones de formadores de liquidez del mercado de valores a que se refiere este título respecto de valores, emitidos, avalados o cuya emisión sea administrada, por entidades que sean sus vinculadas.

La modificación responde a situaciones del mercado actual colombiano y de cambios en el enfoque de gobernanza sobre las actividades a desarrollar por parte de entidades vinculadas.

En primer lugar, y como se ha mencionado anteriormente, el tratamiento de las operaciones con vinculados a migrado de una prohibición a un conflicto de interés, en el cual se deben establecer políticas claras para su realización, y para los mecanismos de mitigación de riesgos y revelación de información de dichas operaciones.

Sobre las situaciones de mercado, Colombia se caracteriza por la existencia de conglomerados y holdings financieros, en los cuales existe una integración de diferentes licencias que desarrollan actividades financieras particulares, lo cual tiene por objetivo promover eficiencias en sus estructuras corporativas, así como en aspectos operativos, financieros, de costos y sobre el ofrecimiento y prestación de sus productos y servicios.

Esta transformación del sistema financiero colombiano, junto con la existencia de conglomerados financieros, ha generado cambios importantes en la regulación prudencial⁷¹ en materia de gestión de riesgos; conflictos de interés; límites de exposición y concentración de riesgos; y de los mecanismos y formas de supervisión.

⁷¹ Decreto 1486 de 2018



En conclusión, la propuesta permite abordar el tratamiento de las operaciones entre vinculados como un conflicto de interés, con una adecuada gestión y mitigación de riesgos, acorde con unas políticas generales sobre su exposición, concentración y revelación de información al mercado.

- **Operaciones por cuenta propia**

El numeral 2 del artículo 2.9.17.1.7 del Decreto 2555 de 2010 establece que las sociedades comisionistas de bolsa no pueden celebrar operaciones por cuenta propia con valores respecto de los cuales haya suscrito y tenga vigente un contrato como formador de liquidez del mercado de valores con el emisor del respectivo valor.

La propuesta tiene por objeto levantar dicha prohibición y permitir que las sociedades comisionistas de bolsa puedan participar en operaciones por cuenta propia en valores con los que tenga contratos de formadores vigentes. En este caso se debe contar con políticas de gestión de riesgo, para su realización y revelación de información, las cuales deben estar a disposición de la Superintendencia Financiera de Colombia. De igual forma, dichas operaciones en cuenta propia no contarán para el cumplimiento de los requisitos establecidos en el programa de formadores de liquidez.

3.2.2 Ventas en Corto

Considerando la situación expuesta en la sección 2.4 y el interés de que las ventas en corto puedan contribuir de manera adecuada a una mayor liquidez del mercado de valores, se proponen las siguientes modificaciones a la regulación actual.

- I. Las operaciones necesarias para poder cumplir con la entrega del título objeto de la venta en corto, es decir la transferencia temporal de valores o la compra del título como tal, no se tendrán que realizar el mismo día de la venta en corto. En su lugar, se establece como alternativa que las operaciones necesarias deberán realizarse con fecha de cumplimiento de máximo la fecha de cumplimiento de la venta descubierta. Lo anterior con base en:
 - i) la reflexión sobre los hallazgos de la revisión internacional en la materia no arroja evidencia uniforme para sustentar que dadas las condiciones actuales del mercado las ventas en corto



descubiertas deban estar prohibidas; y ii) el objetivo de la disposición vigente es mitigar el riesgo de contraparte en el cumplimiento de la operación; no obstante, de acuerdo a las disposiciones del Decreto 2555 todas las operaciones en acciones desde el 2010 deben ingresar a liquidación centralizada en cámara, por lo que el riesgo de incumplimiento ya cuenta en ese escenario con un procedimiento de garantías, retardo y sanciones para la parte que incumple.

- II. Teniendo en cuenta que: i) la revisión de regulación comparada permite evidenciar que el conjunto de activos sobre los cuales se restringen las ventas en corto está dado por su caída en precio diaria y que el límite de precio mínimo de la transacción es mayoritariamente el de la última operación; asimismo ii) que las condiciones de liquidez y profundidad del mercado han cambiado de manera significativa a la baja en los últimos años como se mostró en la sección 2 y que la expectativa de la actualización normativa en el mediano plazo es su mejoría, se considera que el conjunto de activos susceptibles de generar ventas en corto, así como el precio de estas transacciones, podría ser definido de manera pertinente por el sistema de negociación de la misma forma que hoy cuentan por ejemplo con metodologías para control y suspensión de la negociación de acciones ante caídas drásticamente y de negociación con control de precios en el caso de acciones.
- III. Respecto a la marcación de las operaciones de venta en corto, así como la información disponible al mercado sobre estas, se aclara en la propuesta normativa que la venta en corto debe ser marcada al momento de ingreso de la orden en el sistema, así como que el hecho de marcar individualmente no implica que durante las jornadas de negociación se revele esa información al mercado. De hecho, lo que se espera es que, a partir de estos datos, las bolsas de valores reporten de manera agregada y atendiendo las instrucciones que la Superintendencia Financiera de Colombia imparta sobre la materia.

En este sentido, se señala, en el artículo 2.9.13.1.4, que la Superintendencia Financiera de Colombia en desarrollo de sus facultades de instrucción debe establecer los criterios con los cuales la información sobre las ventas en corto debe ser reveladas al mercado por parte del sistema de negociación. Lo anterior teniendo en cuenta que en desarrollo de lo expuesto en la sección



2.2 del presente documento, la información debe estar disponible para el mercado de manera agregada y con una periodicidad pertinente para la correcta incorporación de los riesgos percibidos por los agentes del mercado respecto de los activos subyacentes a estas operaciones en sus estrategias de inversión y desinversión.

3.2.3 Programa de préstamo recurrente de valores, instrucciones generales y agregación de posturas

Teniendo en cuenta la situación descrita en la sección 2.3, la relación de las transferencias temporales de valores con las ventas en corto, la necesidad de promoción de la liquidez del mercado de valores local y los esquemas revisados en el contexto internacional, el gobierno nacional propone la introducción de un programa de préstamo recurrente de valores en la que las Sociedades Comisionistas de Bolsa y las sociedades fiduciarias que desarrollan la actividad de custodios de valores desempeñen el papel que en el contexto internacional se conoce como agente de préstamo (*lending agent*) en las siguientes vías:

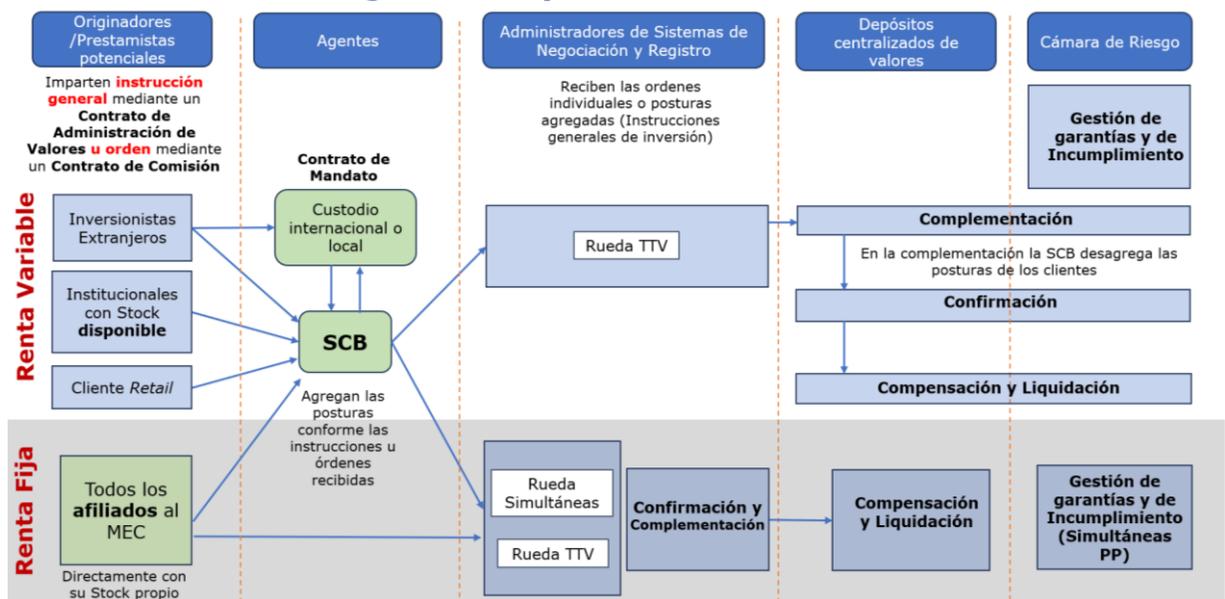
- i) recibir instrucciones generales para actuar en nombre de sus clientes para originar operaciones de préstamo sobre los valores que su cliente determine,
- ii) actúen de manera recurrente como agente agregador de posturas de transferencia temporal de valores de diversos clientes en los escenarios de negociación que corresponda, es decir, ya sea a través de sistemas o del mercado mostrador; y
- iii) esté en capacidad de desagregar las posturas por cada uno de sus clientes tanto para desarrollar las actividades post negociación de las operaciones, como para que, en la etapa de devolución de los títulos, al cierre de la operación de préstamo, distribuyan en la proporción adecuada los rendimientos y los valores originales a cada uno de sus clientes.

El objetivo es que los tenedores de títulos que así lo deseen puedan poner a disposición del mercado una cantidad fija o una proporción de su portafolio tanto de renta fija como de renta variable para préstamo a través de contratos de administración de valores o de

comisión, con una sociedad comisionista de bolsa, considerando además, que si el titular del portafolio tiene sus valores para préstamo bajo custodia, exista el canal de comunicación y de disposición de la información para disponer de los títulos de manera adecuada.

En actuación del programa de préstamo recurrente de valores, la sociedad comisionista de valores agrega las posturas recibidas para que en una única orden se ofrezcan los títulos en la rueda de transferencia temporal de valores; no obstante, en el proceso de complementación, la sociedad comisionista de bolsa debe estar en capacidad de desagregar las posiciones individuales por cada uno de los clientes para la respectiva confirmación, compensación y liquidación.

Gráfica 10. Programa de préstamo recurrente de valores



Fuente: SFC

Teniendo en cuenta la arquitectura local, para instrumentar el funcionamiento del esquema ya descrito y resumido en la gráfica 10 se incorporan en la propuesta normativa elementos para las entidades autorizadas, esto es las sociedades comisionistas de bolsa (numerales I a IV) y para las sociedades fiduciarias en su calidad de custodio de valores (numeral V):



- I. Se añade al artículo 2.9.6.1.2 del Decreto 2555 de 2010 que trata sobre las facultades de la sociedad comisionista un numeral para habilitar la posibilidad de recibir instrucciones generales de inversión para la realización de operaciones de adquisición o enajenación, así como operaciones de reporto o repo, de transferencia temporal de valores y simultaneas, sobre valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE o de valores extranjeros listados en un sistema.

Adicionalmente, se modifica el numeral 3 del mismo artículo con el fin de que la sociedad comisionista de bolsa pueda ejecutar la reinversión de las sumas que por capital o rendimientos llegue a cobrar según las instrucciones del cliente no solo para operaciones individuales sino aquellas originadas de manera general.

También se suma un párrafo en el artículo mencionado para establecer que las instrucciones generales le permiten a las sociedades comisionistas de bolsa agregar las posturas de todo tipo de clientes mientras que se mantenga entre ellos un trato equitativo (con condiciones preestablecidas y conocidas por los contratantes del programa) y que tenga como operador del programa la capacidad operativa de desagregar las posiciones para los procesos que lo requieran.

Por último y con el fin de dar claridad a la operatividad de la operación, a través de un párrafo 3 en el mencionado artículo, se define que se entiende por instrucciones generales de inversión las establecidas respecto a un conjunto de valores para desarrollarse una o más operaciones sobre estos y en un marco temporal definido de manera contractual entre el cliente y el receptor de estas instrucciones. En todo caso, sobre las condiciones particulares de estas instrucciones, la Superintendencia Financiera de Colombia impartirá las condiciones específicas para su realización.

- II. Concordantemente, es necesario reflejar en el Artículo 2.9.15.1.1 que las sociedades comisionistas de bolsa de valores podrán realizar a través de las bolsas de valores, por cuenta propia o por cuenta de terceros, operaciones de reporto o repo, simultáneas y de transferencia temporal de valores cuando recibe órdenes individuales, para tal efecto, o en el marco de las instrucciones generales que se habilitan en el numeral anterior.



En la misma línea, se modificaría el Artículo 2.36.3.1.5 de autorización para la realización de operaciones de reporto o repo, simultáneas y de transferencia temporal de valores, para posibilitar que la realización de estas operaciones, pueden mediar por parte del cliente inversionista o de inversionistas profesionales, instrucciones generales u órdenes dirigidas a las sociedades comisionistas de bolsa.

Ahora bien, es necesario destacar que tanto las instrucciones generales como la agregación de posturas habilitadas con las propuestas hasta acá descritas no se circunscriben a la actuación de las sociedades comisionistas de bolsa en el marco del programa de préstamo recurrente de valores y que el objetivo es que se pueda dinamizar además de las operaciones a plazo del mercado de contado.

Con el propósito de dinamizar la negociación natural de las operaciones de transferencia temporal de valores, tanto individuales, como aquellas que se dan en el marco de los programas de préstamo recurrente de valores en el mercado mostrador, se adicionarían dos numerales al Artículo 6.15.1.1.2. También, se introduce una modificación al Artículo 2.34.1.1.2 para que a través del uso de red se puedan generar las ordenes generales.

- III. Se crean a través de un nuevo título en la Parte 2, Libro 9 del Decreto 2555, que trata sobre las normas aplicables a las sociedades comisionistas de bolsa, los programas de préstamo recurrente de valores según los cuales estas entidades podrán desarrollar los programas señalados sobre valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, y de valores extranjeros listados en un sistema de cotización de valores del extranjero; en los cuales intervengan de manera continua, por cuenta propia o por cuenta de terceros, a partir de órdenes de inversión o de las instrucciones generales, y se aclara que los programas de préstamo recurrente de valores también podrán desarrollarse en el marco de los programas de formadores de liquidez en operaciones simultaneas y de préstamo temporal de valores, que para el efecto administren las bolsas de valores y los sistemas de negociación de valores.

De cara a los clientes y de manera contractual, se establece que como parte de los programas de préstamo recurrente de valores, las sociedades comisionistas de bolsa podrán estipular condiciones contractuales especiales, tales como: (i) remuneración a favor de los



clientes por la disponibilidad de los valores para el programa; (ii) condiciones para el retiro de las posturas de clientes que hagan parte del mecanismo de agregación; (iii) condiciones para la sustitución de posturas que hagan parte del mecanismo de agregación y que se hayan retirado según lo acordado por las partes o como consecuencia de medidas cautelares o de restricción del dominio sobrevinientes; y (iv) otras que convengan las partes para el desarrollo del programa de préstamo recurrente de valores.

Para el desarrollo de los programas mencionados, se armoniza con las modificaciones realizadas al artículo 2.9.6.1.2 estableciendo que las sociedades comisionistas de bolsa podrán agregar posturas según la autorización que obtengan de sus clientes para tal fin. Asimismo, la propuesta normativa establece como principio que en desarrollo de la agregación de posturas las sociedades comisionistas de bolsa deberán garantizar que el trato de los clientes sea equitativo, teniendo en consideración criterios como la frecuencia de participación en el programa, el volumen de títulos a ser negociados, las condiciones financieras de las operaciones, entre otros.

Se proponen obligaciones, atenuantes y situaciones generadoras de conflictos de interés a administrar para las sociedades comisionista de bolsa, en el desarrollo de los programas de préstamo recurrente de valores, destacándose, particularmente, que se introduce la obligación de establecer y aplicar consistentemente principios, políticas y procedimientos, para la detección, prevención, manejo de conflictos de interés, especialmente, cuando el programa de préstamo recurrente de valores se refiera a valores emitidos, avalados o cuya emisión sea administrada por entidades que sean vinculadas.

- IV. Por último, con el fin de evidenciar la relación de los titulares de los valores que harían parte del programa de préstamo recurrente cuando estos estén en custodia, es necesario introducir que como parte de los servicios complementarios de esta actividad el custodio pueda: a) actuar en nombre y por cuenta del custodiado, a través de sí mismo o de una Sociedad Comisionista de Bolsa para la ejecución o distribución de órdenes para la compra y venta de los valores determinados por el custodiado; b) actuar con autorización de custodiado, en nombre y por cuenta de este en los programas de préstamo recurrente de valores que desarrollen las sociedades comisionistas bolsa y/o cuando se desarrollen en la modalidad de



formadores de liquidez, con los valores que los custodiados determinen disponibles y a través de operaciones individuales o instrucciones generales.

- V. Para el caso particular de las sociedades fiduciarias, en su papel de custodios de valores, puedan ser administradores de los programas de préstamo recurrente de valores como uno de los servicios complementarios a la actividad de custodia enumerados y descritos en el Artículo 2.37.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010.

El desarrollo de este rol requerirá que el contrato entre custodiado y custodio contemple, así como el de administración de valores en el contexto de la administración del programa en cabeza de las comisionistas, las instrucciones generales con las cuales se podrán efectuar en el día a día las órdenes para hacer efectivo el préstamo de los valores bajo su custodia. En todo caso, el custodio hará efectivas las operaciones mediante una sociedad comisionista de bolsa por la falta de participación directa de los custodios en el mercado bajo el contexto actual, pero de manera prospectiva la versión final de la propuesta regulatoria incluye la posibilidad de que el custodio pudiese directamente llevar a cabo la operación si el desarrollo del mercado se lo permitiese.

En línea con lo anterior, al habilitar a los custodios como administradores de los programas de préstamo recurrente de valores y considerando que parte de las operaciones no necesariamente cursarán los procesos de cumplimiento no pasan por la Cámara Central de Riesgo de Contraparte, resulta necesario hacer referencia a que la administración de garantías para el cumplimiento de las operaciones involucradas en la transferencia temporal y su reversión está reglada en los artículos 2.36.3.2.2. y 2.36.3.2.3 del Decreto 2555 de 2010 y deberán ser cumplidos por cualquier administrador de los programas de préstamo recurrente de valores. Asimismo, dentro de las obligaciones de los administradores de los programas de préstamo recurrentes de valores se establecen la gestión de riesgo propias de esta labor.



3.2.4 Financiación de valores

La propuesta modifica el Título 5 del Libro 9 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010, y actualiza las reglas de financiación de valores por parte de las sociedades comisionistas de bolsa permitiendo mayor flexibilidad en la estructuración del producto, fortaleciendo los sistemas de administración de riesgos para su gestión y promoviendo un mejor apalancamiento por parte de los inversionistas para obtener un mejor rendimiento de sus portafolios.

Las principales modificaciones son:

- **Sistemas de administración de riesgo**

La propuesta permite que las sociedades comisionistas de bolsa participen de manera más activa en la financiación de valores para sus inversionistas a través de la colocación de préstamos con recursos propios o de operaciones de endeudamiento con entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Para la profundización de dichas operaciones es necesario que las sociedades comisionistas de bolsa fortalezcan sus sistemas de administración de riesgo, incluido el de crédito, que les permitan identificar, medir, controlar y monitorear el riesgo de dichas operaciones, para lo cual deben existir políticas, procedimientos, umbrales, límites, controles, metodologías, modelos, alertas tempranas y sistemas de información para su instrumentación, valoración de garantías, entre otros, lo anterior acorde con la función económica a desarrollar, y de acuerdo con las instrucciones que expida la Superintendencia Financiera de Colombia para el efecto.

La existencia de estos sistemas de administración de riesgos hace necesario ajustar normas relacionadas con montos máximos de financiación, plazos y garantías para el cubrimiento de los préstamos, aspectos que se modifican en el Título 5 del Libro 9 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010.

- **Autorización previa por parte de la SFC**

El artículo 2.9.5.1.2 del Decreto 2555 de 2010, establece que las operaciones sobre financiación de valores por parte de las sociedades



comisionistas de bolsa podrán ser ejercidas previa autorización de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Se ajusta la norma para darle dinamicos a la figura, autorizando de manera general el desarrollo de financiación por parte de las sociedades comisionistas de bolsa previo cumplimiento de los requisitos definidos en el Decreto 2555 de 2010 y otros que establezca la Superintendencia Financiera de Colombia.

- **Financiación por medio de operaciones con vinculados**

El párrafo 2 del artículo 2.9.5.1.3 del Decreto 2555 de 2010 establece que no se podrá financiar la adquisición de valores de un determinado emisor con recursos provenientes de préstamos otorgados a la sociedad comisionista por dicho emisor o la matriz y filiales de éste. Sobre el particular y, en línea con lo mencionado en otras secciones del documento, se estaría modificando el instrumento para tratar los conflictos de interés, pasando de una prohibición expresa a la definición y aplicación de principios, políticas y procedimientos para la detección, prevención y gestión de conflictos de interés, así como el establecimiento de mecanismos de revelación e información.

- **Uso de red**

Con el objetivo de potenciar el acceso a financiación por parte de los inversionistas para la adquisición de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores se realizan ajustes a normas particulares sobre uso de red. En este contexto las sociedades comisionistas de bolsa pueden promover y gestionar productos de crédito a través de contratos de uso de red local celebrados con establecimientos de crédito.

La propuesta normativa igualmente incluye reglas de conflictos de interés, particularmente cuando el contrato de uso de red para la financiación de valores se dé entre vinculadas. Atendiendo a lo anterior y teniendo en cuenta que no debería generarse arbitrajes respecto a operaciones específicas, se incluye un artículo que adiciona un párrafo al 2.34.1.1.1 para establecer que todo contrato de uso de red entre vinculados debe atender a las normas aplicables de conflictos de interés.



3.2.5 Condiciones para clasificar los emisores conocidos y/o recurrentes

Teniendo en cuenta en primer lugar las condiciones actuales de baja participación de emisores en el mercado de valores que se evidenció en la primera sección del presente documento técnico, por otro lado algunos referentes de otras jurisdicciones analizadas donde el proceso de emisión es más expedito que el vigente en la normatividad local; y, la necesidad de promover a través de la regulación mayor diversidad de agentes en el mercado sin reducir la disposición de información para la toma de decisiones y una supervisión adecuada, la propuesta regulatoria incluye una modificación al Artículo 5.2.2.1.12 del Decreto 2555 de 2010 con el fin de separar las categorías de emisores conocidos y recurrentes.

Lo anterior con el objetivo de que empresas que cuenten con reconocimiento operacional en el país, un tamaño significativo y que cumplan con los requisitos de información a remitir a la Superintendencia Financiera de Colombia puedan ser beneficiarios de las eficiencias de la inscripción automática en el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE y autorizada de la oferta pública de los valores a emitir.

En este contexto, y como se ha mencionado anteriormente se modifica el Artículo 5.2.2.1.12 del Decreto 2555 de 2010, mediante una serie de párrafos individuales para separar dicha clasificación. Para el caso de los emisores conocidos (párrafo 1), la Superintendencia Financiera de Colombia tendrá en cuenta factores como la trayectoria y reconocimiento del emisor como comerciante o las buenas prácticas en materia de gobierno corporativo o la existencia de sanciones por infracciones a las normas del mercado de valores o el desarrollo de una función social y de sostenibilidad o el cumplimiento de criterios Ambientales, Sociales o de Gobernanza, entre otros que tiene autonomía para contemplar.

Por su parte y para definir la categoría de emisores recurrentes (Párrafo 2), se establece que el supervisor podrá considerar la frecuencia con la que el emisor acude al mercado, el monto de las emisiones efectuadas, la existencia o no de sanciones por infracciones a las normas del mercado de valores y los demás que la Superintendencia Financiera de Colombia determine.



La propuesta permitirá atraer a nuevos emisores de alta calidad al mercado de valores y así diversificar la oferta de posibilidades de inversión para los agentes actuales y potenciales, sin generar desincentivos para los emisores que han sido participantes activos por años.

3.2.6 Programas de emisión y colocación

Considerando los argumentos expuestos en la sección 2.6 y teniendo en cuenta que según la revisión de regulación comparada no sería un estándar referente unir las condiciones para aplicar a un programa de emisión y colocación a la continua emisión de títulos de manera previa y considerando la dinámica propia del desarrollo del mercado colombiano, así como el criterio de proporcionalidad entre la participación de los emisores y los beneficios que se tienen de contar con un cupo global de emisión, la propuesta establecida en el artículo 6.3.1.1.2 refleja que los requisitos para acceder a la autorización de un programa de emisión y colocación serán determinadas por la Superintendencia Financiera de Colombia, acorde con las características del mercado de capitales y de los emisores.

De otro lado, se busca eliminar los arbitrajes existentes respecto a las características de los programas de emisión y colocación para las titularizaciones de activos hipotecarios en comparación con otros emisores en términos de la duración del programa y la posibilidad de solicitar a la Superintendencia Financiera de Colombia la extensión del plazo del programa.

En este sentido se adiciona un artículo para modificar el 5.6.10.1.3 en los mismos términos del 6.3.1.1.3 y, por lo tanto, los programas de emisión y colocación de titularizaciones hipotecarias tendrán hasta 5 años de duración y posibilidad de extenderse con autorización previa de la Superintendencia Financiera de Colombia.

3.2.7 Operaciones con vinculados en el mercado mostrador

El último inciso del literal b) del numeral 2 del artículo 7.3.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, establece dentro de las reglas y límites sobre operaciones con vinculados en los sistemas de negociación de



valores, que los intermediarios de valores no podrán realizar operaciones en el mercado mostrador con sus vinculados.

Como se ha mencionado en secciones anteriores del presente documento, se migraría de una herramienta para el tratamiento de los conflictos de interés basada en la prohibición del desarrollo de operaciones entre entidades vinculadas, a una en la cual se deben establecer políticas claras para su tratamiento, mitigación y gestión de riesgo, así como, mecanismos para su revelación al mercado y demás interesados.

En este contexto, el decreto que regula los conglomerados y holding financiero realizó ajustes en la regulación prudencial buscando una mejor actualización de la gestión de riesgos, conflictos de interés, límites de exposición y concentración de riesgos, estableciendo políticas y límites generales a estas operaciones.

Así las cosas, la propuesta permite levantar la prohibición y que se establezcan políticas para su realización y para su mitigación y gestión de riesgo, así como mecanismos para la revelación de información. En este sentido se puntualiza en el proyecto de decreto la eliminación del último inciso del literal b) del numeral 2 del artículo 7.3.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010.

Así las cosas, los intermediarios de valores deberán continuar aplicando las normas establecidas en el numeral 2 del mencionado artículo, en el cual se señala la necesidad de establecer y aplicar consistentemente principios, políticas y procedimientos aprobados por su junta directiva, o el órgano que desarrolle funciones equivalentes, para la detección, prevención, manejo de conflictos de interés en la realización de operaciones de intermediación, dentro de las cuales se debe incluir las operaciones con sus vinculados.

3.2.8 Asesoría

A partir de la situación descrita en la sección 2.8 se identifica como favorable la intervención regulatoria respecto de las disposiciones particulares a la actividad de asesoría en dos frentes: el primer frente, de precisiones que permitan articular de manera adecuada la necesidad de protección del inversionista, la naturaleza tanto de ciertos productos como canales, y las obligaciones de las entidades vigiladas, que están obligadas a aplicar la asesoría; en un segundo



frente, se agrupan modificaciones que se consideran estructurales y pertinentes para promover el desarrollo del mercado y armonizar la actividad de asesoría con otras propuestas del proyecto de decreto que acompaña este documento técnico.

Abordando el primer frente, a continuación, se presentan las modificaciones que tienen como propósito complementar las disposiciones del Decreto 661 de 2018, incorporado en el Decreto 2555 de 2010, teniendo en cuenta la heterogeneidad de la interpretación que se ha generado en la industria en su aplicación:

- I. Se hace expreso en el Artículo 2.40.1.1.1. que la actividad de asesoría se hace efectiva a través de un asesor certificado para tal fin, sin perjuicio de la modalidad de vinculación con la entidad vigilada sobre la cual recae la obligación de prestar la asesoría.

Es importante señalar que no es de interés del regulador cambiar las obligaciones y responsabilidades que tienen las entidades vigiladas con respecto de la actividad de la asesoría. El proyecto de decreto pretende cerrar un arbitraje que actualmente se percibe respecto de productos donde la fuerza comercial que hace la asesoría al cliente tiene vinculación directa con el administrador o con una persona jurídica a su vez contratada por el administrador del producto.

Por último, se considera importante destacar que dado que la entidad conserva sus responsabilidades respecto a cómo se presta la asesoría, es su deber establecer políticas y procedimientos para el desarrollo de esta y de requerirse instrucciones en la materia, serían impartidas por la Superintendencia Financiera de Colombia con sus facultades generales.

- II. Se establece de manera explícita que en el marco de la estructuración de portafolios discrecionales, es decir contratos de administración de portafolios de terceros o de fiducia de inversión, la asesoría se espera para el momento de la celebración del contrato, toda vez que es en esta etapa donde se genera la recomendación profesional y, producto de la misma, se delega con un mandato a la entidad que cuenta con un equipo experto para que tome decisiones de inversión que se materializan a través de operaciones particulares que cumplen las condiciones establecidas en el contrato. Por lo anterior, se eliminaría la referencia a la ejecución en los numerales 3 y 6 del Artículo 2.40.1.2.1.



- III. A través de la modificación del Artículo 2.40.5.1.1, se hace expreso que de manera integral la actividad de asesoría, incluyendo la recomendación profesional, se puede prestar a través de herramientas tecnológicas. Adicionalmente, se aclara que el reglamento de uso de la herramienta debe hacer claro los mecanismos y condiciones con los cuales los clientes puedan acceder al complemento a la asesoría brindada mediante la herramienta.
- IV. Se eliminaría el numeral 7 del Artículo 7.4.1.1.4 teniendo en cuenta que las entidades desarrollando la actividad han manifestado que la disposición genera un desincentivo a la realización con productos complejos creados a medida donde el cliente es contraparte, ya que supone la obtención de una recomendación profesional de un tercero vigilado sobre la conveniencia de la operación. Además del posible doble costo que se genera para el cliente involucrado en la transacción, los numerales 1 al 6 del artículo en mención tienen el propósito que la entidad que está creando el producto informe a sus clientes sobre sus condiciones, y de esta manera pueda tomar decisiones al respecto de este.

En el segundo frente:

- I. Respecto de las condiciones de la prestación de la asesoría para los productos simples y de manera expresa a la referencia a la afectación de manera sustancial de la inversión, teniendo en cuenta la necesidad de la industria de tener un criterio objetivo para su cumplimiento, se incluye una norma expresa a que estos eventos se entienden como circunstancias que afecten de manera sustancial la inversión y que serían tenidos en cuenta por un inversionista prudente y diligente al momento de comprar, vender o conservar la inversión o al momento de ejercer los derechos políticos sobre esta.
- II. En aras de armonizar las disposiciones listadas en la sección 3.2.3 respecto a las instrucciones generales con el ámbito de la actividad de asesoría, se modificaría el numeral 2 del Artículo 2.40.1.2.1 del Decreto 2555 de 2010 para establecer que la celebración de los que los contratos de administración de valores que involucren instrucciones generales requieren de la aplicación de asesoría más no en la ejecución de las operaciones individuales que se desarrollen en el marco de esos contratos.



- III. Con el fin de generar eficiencias operativas para las entidades en la aplicación de la actividad de asesoría, se modificarían los Artículos 2.40.4.1.1 y 2.40.4.1.2 haciendo énfasis en que, aunque todos los procesos involucrados en esta actividad deben ser documentados a través de medios verificables, se eliminan los requisitos específicos que debe contener la documentación y la referencia a soportes físicos.

Es necesario aclarar que las etapas de la actividad de asesoría, entendidas como el perfilamiento del cliente, del producto y la generación de la recomendación profesional, no están siendo evaluadas en esta oportunidad. No obstante, entendiendo que en cada una de estas etapas las entidades sobre las que recae la obligación de prestar la asesoría a los inversionistas tienen registro de los insumos y el resultado de los análisis realizados, se considera innecesario generar documentación física o adicional en todas las etapas del proceso.

Por último, es importante señalar que de acuerdo con lo señalado en la sección 2.8 del presente documento, uno de los objetivos de las modificaciones en la actividad de asesoría consiste en eliminar ineficiencias en su aplicación y, por tanto, la documentación hace referencia a la documentación de la recomendación profesional.

- IV. Se modifica el Artículo 2.40.2.1.4 del Decreto 2555 de 2010 para establecer que la distribución de productos que las entidades vigiladas clasifiquen como simples de acuerdo con las instrucciones que la Superintendencia Financiera de Colombia establezca para tal fin, no requieren la aplicación de los procesos involucrados en la actividad de asesoría y relacionados con el análisis de conveniencia o la generación de una recomendación profesional. Lo anterior bajo el entendido que la clasificación de un producto como simple implica que su mercado objetivo es amplio por lo que puede ser coherente con diferentes tipos de cliente.

En concordancia con lo anterior, se elimina el parágrafo 2 del Artículo 2.40.1.1.6 teniendo en cuenta que esta instrucción establecía que dentro de los fondos de inversión colectiva existe una subcategoría de productos simples denominada como productos universales que no requieren actualmente la aplicación de la actividad de asesoría. No obstante, al establecer esta condición a toda la categoría de productos simples, no es necesaria la distinción con una subcategoría. Asimismo, se



modifica el Artículo 3.1.4.1.3 para aclarar que, ya que la asesoría ya no se aplicaría a los productos simples, en el caso de la aplicación de la asesoría para fondos de inversión colectiva solo es necesaria para aquellos que estén categorizados como complejos.

- V. Por último, teniendo en cuenta la intervención sobre la asesoría en productos simples y aplicando el hallazgo que se presentó en la sección 2.8 de que las consideraciones sobre los servicios de ejecución (*execution only*) en diversas jurisdicciones se hacen respecto del producto sin perjuicio de la clasificación del cliente, se introducen modificaciones a los servicios de ejecución a los que hace referencia el Artículo 7.8.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010 para adoptar la práctica internacional de que solo deben ser usados para productos complejos tanto en los casos que el cliente sea inversionista profesional como cliente inversionista.

De otro lado, aunque se conserva el requisito de que el cliente debe solicitar expresamente los servicios de ejecución, se elimina la referencia a la necesidad de contar con un soporte físico para tal fin y se reemplaza por un medio verificable, teniendo en cuenta que se pondera la calidad de la información sobre el mecanismo a usar. Adicionalmente, se aclara que los servicios de ejecución se podrán prestar a través de sistemas de ruteo electrónico de órdenes u otras herramientas digitales con el fin de generar facilidades operativas para las transacciones que se den en el contexto de estos servicios.

3.2.9 Régimen de emisiones de bonos

La propuesta tiene por objeto promover la emisión de deuda a través de bonos por parte de las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia y facilitar el acceso a este instrumento para los diferentes inversionistas del mercado local. Las principales modificaciones se relacionan con los siguientes aspectos:

- **Calificación de la emisión de bonos**

En la regulación vigente, el artículo 2.22.1.1.4 del Decreto 2555 de 2010 establece que los bonos ordinarios o de garantía general emitidos por establecimientos de crédito, deben ser objeto de por lo menos una calificación para adelantar su inscripción en el Registro



Nacional de Valores y Emisores - RNVE, y la autorización de su oferta pública. La modificación establece que estos emisores no estarán obligados a contar con calificación de sus emisiones de bonos cuando: i) tengan la calidad de emisores reconocidos y recurrentes y ii) cuenten con una calificación de emisor o contraparte y que la misma se encuentre vigente al momento de la emisión de los valores. En este caso, la calificación de la emisión será de naturaleza voluntaria.

Lo anterior genera que el proceso de emisión sea expedito, rápido y a menores costos, al no necesitarse una calificación en cada emisión de bonos por parte de los establecimientos de crédito y en este caso, los inversionistas tienen de referencia de riesgo la calificación particular del emisor.

Con el objetivo de hacer concordante dicho ajuste a lo largo del mencionado decreto, esto es la no obligatoriedad de contar con calificación para la emisión de bonos ordinarios por parte de emisores que cumplen los mencionados criterios, se hacen ajustes en los artículos asociados con requisitos para la inscripción en el RNVE, requisitos para realizar la oferta pública en el mercado primario, entre otros.

- **Inscripción automática**

La propuesta realiza unos ajustes de forma en el primer inciso del artículo 5.2.2.1.2 del Decreto 2555 de 2010 con el objetivo de dar claridad a los valores de contenido crediticio que pueden inscribirse de manera automática en el RNVE y autorizarse la oferta pública.

- **Condiciones de las emisiones de bonos**

En cuanto a los requisitos generales para la emisión de bonos, la propuesta realiza unos ajustes al listado de requisitos, artículo 6.4.1.1.3 de Decreto 2555 de 2010, con el objetivo de dar flexibilidad a los emisores, eliminar arbitrajes con otros instrumentos de deuda, ampliar los instrumentos disponibles en el mercado y diversificar las alternativas de inversión para los diferentes agentes del mercado. las principales modificaciones se refieren a:

- a) Eliminar el monto mínimo para la emisión de bonos y su registro en el RNVE para la realización de la oferta pública e inscripción en los sistemas de negociación.



- b) Se establece una excepción adicional a la necesidad de inscribir los bonos en un sistema de negociación, cuando las emisiones sean realizadas por establecimientos de crédito que sean colocados mediante oferta privada, en este caso la inscripción y calificación serán voluntarias para su negociación en el mercado secundario.
- c) Ajustar los plazos de emisión de los bonos, eliminando la restricción que no puede haber emisiones con vencimientos menores a un año.

- **Otros ajustes al régimen de emisión**

Con el objetivo de generar eficiencia en la emisión de valores, así como, promover emisiones de manera más rápida y expedita acorde con las necesidades de financiación de los emisores del mercado se hacen ajustes a puntuales a algunos requisitos asociados con: los requisitos para inscribir al emisor y las emisiones de valores en el RNVE; el contenido de los prospectos de información; la certificación por parte del representante legal de la información contenida en el prospecto; y la posibilidad que los valores emitidos bajo la modalidad no estandarizada, puedan ser adquiridos por todo tipo de inversionista. Adicionalmente se eliminan algunos requisitos y documentación que ya se encuentran disponible para la Superintendencia Financiera de Colombia, tales como el nombramiento de las personas que ejercen la revisoría fiscal, así como copia de los documentos que acrediten el cumplimiento del régimen cambiario y de inversiones internacionales, cuando los títulos estén denominados en moneda diferente al peso colombiano.

Adicionalmente se realiza un ajuste al Decreto 2555 de 2010, indicando que el prospecto de información también puede encontrarse a disposición de los posibles inversionistas en la página web de la entidad emisora y no únicamente en sus oficinas, lo anterior con el objetivo de promover el uso de servicios electrónico, facilidades operativas y reducción de costos.



3.2.10 Armonizar normas de apalancamiento entre FIC vs FVP

Teniendo en cuenta que la regulación de los fondos voluntarios de pensiones establecida en el Título 1 del Libro 42 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010, realiza algunas remisiones expresas a los artículos de los fondos de inversión colectiva, es pertinente modificar el párrafo 2 del artículo 2.42.1.3.5 del Decreto 2555 de 2010, en el sentido de eliminar de la redacción la remisión que se realiza al deber de utilizar la denominación “portafolio de inversión de naturaleza apalancada”, toda vez que en el Decreto 265 de 2024 se derogó el deber de utilizar la denominación “apalancado”.

3.2.11 Custodia unidades de los Fondos de Inversión Colectiva

La propuesta de modificación promueve un ajuste particular en el desarrollo de las actividades de los apoderados de los inversionistas del exterior, permitiendo que los custodios puedan desarrollar la actividad, en activos tales como los derechos de las participaciones de los fondos de inversión colectiva abiertos, los cuales no son considerados como valores.

Lo anterior permite eficiencias en la administración y gestión de los portafolios de este tipo de inversionistas y eficiencias y economías de escala para las sociedades fiduciarias que desarrollan la actividad de custodia de valores.

3.2.12 Montos de emisiones en papeles comerciales

Con el objetivo de armonizar la regulación existente sobre papeles comerciales con los cambios en la emisión de bonos, en particular la existencia actual de un límite de monto para la realización de ofertas públicas en papeles comerciales, la URF considera adecuado adelantar un ajuste en el Artículo 6.6.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010, con el objetivo de eliminar el numeral 1 en el cual se establece un monto mínimo de emisión de cincuenta y dos mil seiscientos veintiséis coma cuatro (52.626,04) unidades de valor tributario



(UVT). Así las cosas, se modifica el mencionado artículo renumerando los numerales 2 y 3 existentes con el objetivo de no generar interpretaciones equivocadas.

Lo anterior permite promover la emisión de este tipo de papeles en el mercado, armonizar la regulación de diferentes instrumentos de financiación empresarial y que los montos de la emisión respondan a las necesidades de inversión propias de estas entidades y de las condiciones de apetito de los inversionistas presentes en el mercado y no un valor fijo establecido en la regulación.

3.2.13 Servicios de los custodios

En cuanto a los servicios adicionales de los custodios se considera importante permitirles desarrollar servicios de valoración, contabilidad de portafolios de valores custodiados y generación de reportes a valores de los inversionistas que no se encuentren custodiados.

Las normas vigentes permiten que se presten estos servicios complementarios a los valores y portafolios custodiados, sin perjuicio de lo anterior y con el objetivo de promover eficiencias para los inversionistas locales y extranjeros y economías de escalas para las entidades que prestan la actividad de custodia, se considera eficiente para el mercado permitir que los custodios presten los mencionados servicios a portafolios de valores o valores que no se encuentren custodiados.

Así las cosas, se adiciona un párrafo 3 al artículo 2.37.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010 para autorizar la prestación de dichos servicios de manera independiente si necesidad que se presten los servicios obligatorios a los inversionistas.

3.2.14 Readquisición de unidades de participación de fondos de inversión colectiva cerrados

La URF adelantó una evaluación del mecanismo de readquisición de las unidades de participación de los fondos de inversión colectiva y de los fondos de capital privado establecidos en los artículos 3.1.1.7.6 y 3.3.2.2.11 del Decreto 2555 de 2010 y según los cuáles



cuando cualquiera de estos vehículos esté listado, la readquisición debe hacerse a través de los mecanismos que el sistema de negociación tenga previsto para tal fin siempre que se atienda a la construcción del libro de ofertas.

Lo anterior aludiendo que, al menos uno de los dos mecanismos que prevé actualmente para la readquisición de acciones la Bolsa de Valores de Colombia y que serían replicados para los valores en mención, no necesariamente contempla la construcción del libro de ofertas y por tanto se crearía un arbitraje regulatorio respecto a la readquisición de acciones, lo cual está en contravía a los objetivos de la regulación expedida en la materia.

Al respecto, es necesario recordar que el objetivo de los artículos mencionados era habilitar la readquisición para los fondos listados y no listados, estableciendo de manera simultáneamente la transparencia en la formación de precios en ambos casos, sin generar arbitrajes respecto a otros productos de naturaleza participativa.

Por lo anterior, se incluyen dos artículos en la propuesta normativa para aclarar que la operación de readquisición de los fondos de inversión colectiva cerrados y de los fondos de capital privado listados será el establecido por los Sistemas de Negociación de Valores en los cuales se encuentre listada la respectiva participación entendiendo que cualquiera de ellos contempla el principio de formación transparente de precio. En el caso de los fondos (FIC y FCP) no listados, se aclara que además de las condiciones establecidas respecto al precio máximo de la operación, se debe garantizar la formación transparente de precio de la readquisición.

3.2.15 Plazo para la expedición por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia

Teniendo en cuenta que algunos de los artículos descritos en secciones anteriores requieren instrucciones de la Superintendencia Financiera de Colombia y considerando la necesidad de adoptar el resto de las modificaciones de manera inmediata, se incluye un artículo en la propuesta, que establece que el supervisor tendrá un plazo máximo de 12 meses a partir de la entrada en vigencia del decreto para dictar las instrucciones a las que haya lugar.



4. Comentarios recibidos

El proyecto de decreto se publicó para comentarios tanto en la página web de la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera – URF como la del Ministerio de Hacienda y Crédito Público. El proceso de socialización se realizó entre el 16 (dieciséis) de abril y el 1º (primero) de mayo del año en curso, plazo en el cual se recibieron 167 comentarios de 14 entidades vigiladas y una persona natural, de los cuales se acogieron 68, los restantes 99 comentarios no se acogieron, ya que incluían temas que excedían el objeto del proyecto o las facultades de la URF, pero que en todo caso se tienen como referencias en proyecciones futuras, o aspectos que no se consideraron procedentes.

En la página web del Ministerio de Hacienda y Crédito Público se encuentra el informe de observaciones de la propuesta normativa⁷².

⁷²

https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=/ConexionContent/WCC_CLUSTER-248386



5. Bibliografía

- Asobolsa (2023). Propuesta ajuste regulatorio Ventas en Corto. Documento no publicado.
- Beber, A. & Pagano, M. (2013). Short-Selling Bans Around the World: Evidence from the 2007-09 Crisis. *The Journal of Finance*, v.68 (1): 343-381.
- Bolsas y Mercados Españoles - BME. (2021). Circular nº1 /2021 Normas de funcionamiento del sistema de interconexión bursátil. https://www.bmerv.es/docs/SBolsas/docsSubidos/Creadores_de_Mercado/Circular1-2021.pdf
- Comisión para el Mercado Financiero. (2021). Norma de carácter general N°457.
- Comisión para el Mercado Financiero de Chile. (2020). Simplifica la Inscripción de Títulos de Deuda a Largo Plazo. https://www.cmfchile.cl/institucional/legislacion_normativa/normativa_tramite_ver_archivo.php?id=2020051153&seq=1
- Congreso general de los Estados Unidos Mexicanos. (2005). Ley del mercado de valores. <https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LMV.pdf>
- Congreso Nacional de Chile. 1981. Ley 18045: Ley de mercado de valores. <https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=29472>.
- Decreto 2555 de 2010.
- Decreto 1486 de 2018.
- Decreto Legislativo No 861. Ley del Mercado de Perú. https://www.smv.gob.pe/uploads/PeruLeyMercadoValores_002.pdf
- Grünewald, S. N., Wagner, A. F., & Weber, R. H. (2010). Short selling regulation after the financial crisis—First principles



revisited. *International Journal of Disclosure and Governance*, 7, 108-135.

- IOSCO (2020). Liquidity Provision in the Secondary Markets for Equity Securities Final Report. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD660.pdf>
- IOSCO. 2019. Thematic Review on Suitability Requirements with respect to the Distribution of Complex Financial Products. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD638.pdf>
- IOSCO. (2013). Suitability Requirements With Respect To the Distribution of Complex Financial Products. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD400.pdf>
- IOSCO (2013). Metodología Para la evaluación de la implementación de los Objetivos y Principios de regulación de los mercados de valores de IOSCO. Versión revisada, en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD359-Spanish.pdf>
- IOSCO. (2009). Short selling report, regulation of short selling consultation report, supra note 8.
- Liu, H., & Wang, Y. (2013). Short-sale Constraints, Bid-Ask Spreads, and Information Acquisition. Working paper.
- Maggi, M., & Fantazzini, D. (2012). Short selling in emerging markets: A comparison of market performance during the global financial crisis. *Handbook of short selling*, 339-352.
- Miller, E. (1977). Risk, uncertainty, and divergence of opinion, *Journal of Finance*, v. 32: 1151-68.
- Securities and Exchange Commission - SEC (2020). The Nasdaq Stock Market <https://www.sec.gov/pdf/nasd1/systems.pdf>
- Superintendencia Financiera de Colombia (2023) Informe de Actualidad del Sistema Financiero. Publicación periódica.
- [Superintendencia del Mercado de Valores. 2018. Resolución N° 112-2018-SMV/02.](#)
- NYSE Market Makers in Financial Markets: Their Role, How They Function, Why They are Important, and the NYSE DMM Difference.
- The joint forum. 2008. Customer suitability in the retail sale of financial products and services. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD268.pdf>



-
- URF (2019). Documento Técnico: *Operaciones de transferencia temporal de valores en el mercado mostrador, actividad del custodio como agente de transferencia y la divulgación de información en el mercado de valores a través de medios electrónicos*. Disponible en: https://www.urf.gov.co/webcenter/portal/urf/pages_Normativa/proydecretos/proyectosdedecreto2023/proyectosdedecreto
 - URF (2024). Documento Técnico: Actualización de la regulación de los FIC, ajustes a normas de las sociedades titularizadoras hipotecarias y de los sistemas de cotización del exterior. Disponible en: https://www.urf.gov.co/webcenter/portal/urf/pages_Normativa/proydecretos/proyectosdedecreto2023
 - U.S. Congress. (1940). United States Code: Social Security Act, 42 U.S.C. §§ 301- 1940. [Periodical] Retrieved from the Library of Congress.
 - Unión Europea (2014). Directiva 2014/65/EU MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive).
 - Unión Europea (2014). Regulación No 600. Reglamento relativo a los mercados de instrumentos financieros (MiFIR).
 - Wan, X. (2020). The impact of short-selling and margin-buying on liquidity: Evidence from the Chinese stock market. *Journal of Empirical Finance*, 55, 104-118.